



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

**BOLLETTINO MENSILE
APRILE**

01 | 2009

02 | 2009

03 | 2009

04 | 2009

05 | 2009

06 | 2009

07 | 2009

08 | 2009

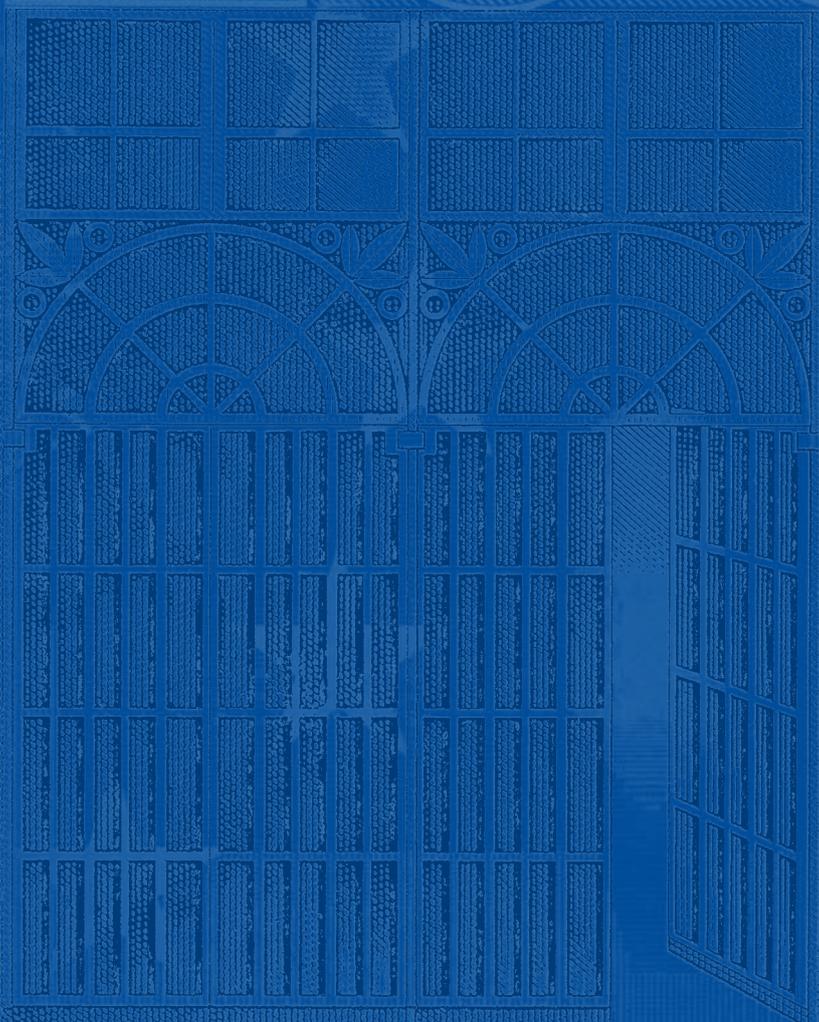
09 | 2009

10 | 2009

11 | 2009

12 | 2009

2009





BANCA CENTRALE EUROPEA
EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE APRILE 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 1° aprile 2009.*

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

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



INDICE

EDITORIALE	5	STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO	SI
ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI		ALLEGATI	
Il contesto esterno all'area dell'euro	9	9 Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	I
Gli andamenti monetari e finanziari	18	43 Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2008	V
Prezzi e costi	43	54 Glossario	XIII
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	54		
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	67		
Riquadri:			
1 Le recessioni negli Stati Uniti: possibili insegnamenti dall'esperienza passata	10		
2 Riflessi delle misure adottate dai governi a sostegno del sistema finanziario sui bilanci delle istituzioni creditizie dell'area dell'euro	23		
3 L'integrazione finanziaria in Europa: principali risultati del Rapporto 2009	38		
4 Recenti modifiche alle statistiche congiunturali	46		
5 La formulazione delle previsioni per la <i>Survey of Professional Forecasters</i> della BCE: risultati di un questionario <i>ad hoc</i>	50		
6 L'andamento della recessione in corso nell'area dell'euro e nei suoi due principali settori: un confronto con il passato	56		
7 Le priorità di politica strutturale per l'area dell'euro	62		
ARTICOLI			
Il finanziamento esterno delle famiglie e delle società non finanziarie: un confronto tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti	73		
Le revisioni delle stime del PIL nell'area dell'euro	91		
Ripartizione per funzione della spesa pubblica nell'Unione europea	99		

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 2 aprile, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre di ulteriori 25 punti base i tassi d'interesse di riferimento della BCE. Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema è stato fissato all'1,25 per cento; quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono stati portati rispettivamente al 2,25 e allo 0,25 per cento con effetto dall'8 aprile. I tassi d'interesse di riferimento della BCE registrano pertanto una riduzione totale di 300 punti base rispetto ai livelli del 18 ottobre 2008.

Tale decisione tiene conto dell'aspettativa che le pressioni sui prezzi si mantengano contenute, riflettendo il considerevole calo dei corsi delle materie prime osservato in passato e il pronunciato indebolimento dell'attività nell'area dell'euro e su scala mondiale. I dati economici più recenti e i risultati delle ultime indagini congiunturali confermano che l'economia mondiale, inclusa quella dell'area, è in forte rallentamento. È probabile che nel corso del 2009 la domanda continui a essere molto debole sia a livello mondiale sia nell'area dell'euro, per poi registrare una graduale ripresa durante il 2010. Gli indicatori disponibili delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine restano saldamente ancorati in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. La verifica incrociata con i risultati dell'analisi monetaria conferma la moderazione delle spinte inflazionistiche. Dopo la decisione del 2 aprile il Consiglio direttivo si attende che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio periodo, sostenendo il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro. Il Consiglio direttivo seguirà ad assicurare il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio termine, che risulta indispensabile per promuovere la crescita sostenibile e l'occupazione e contribuisce alla stabilità finanziaria. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Passando all'analisi economica, in seguito alle turbolenze finanziarie l'economia dell'area dell'euro si è notevolmente indebolita, con la contrazione della domanda interna contestualmente al rallentamento dell'attività mondiale. I dati disponibili e gli indicatori delle indagini congiunturali suggeriscono che l'economia dell'area sia rimasta molto debole agli inizi del 2009. È probabile che l'attività continui a essere assai moderata nella rimanente parte dell'anno, ma ci si attende una graduale ripresa nel 2010. Il considerevole calo dei prezzi delle materie prime osservato dall'estate del 2008 sostiene il reddito disponibile reale e quindi i consumi. Inoltre, la domanda interna ed estera dovrebbe sempre più beneficiare degli effetti delle significative misure di stimolo macroeconomico in atto, nonché degli interventi tesi a ripristinare il funzionamento del sistema finanziario sia nell'area dell'euro che all'esterno.

Tenendo conto di tali effetti, il Consiglio direttivo ravvisa rischi sostanzialmente bilanciati per le prospettive di crescita economica. Da un lato, si potrebbero registrare ricadute positive più marcate di quanto anticipato a seguito della diminuzione dei prezzi delle materie prime e delle misure adottate sul piano delle politiche. Dall'altro, vi sono timori riguardo alla possibilità di un maggiore impatto delle turbolenze finanziarie sull'economia reale, nonché all'eventuale intensificarsi delle spinte protezionistiche e a possibili andamenti sfavorevoli dell'economia mondiale dovuti a una correzione disordinata degli squilibri internazionali.

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in marzo il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si è ulteriormente ridotto, allo 0,6 per cento, dall'1,2 di febbraio. Il calo dell'inflazione dall'estate scorsa riflette principalmente il brusco ribasso dei prezzi delle materie prime osservato a livello mondiale nel corso del periodo. Emergono inoltre crescenti segnali di una moderazione più generalizzata delle pressioni inflazionistiche. In prospettiva, gli effetti base derivanti dai passati andamenti dei prezzi dell'energia incideranno in modo significativo sulle dinamiche di breve periodo

dello IAPC. Il Consiglio direttivo si aspetta pertanto di assistere a un'ulteriore diminuzione dell'inflazione complessiva nei prossimi mesi, che raggiungerebbe livelli temporaneamente negativi intorno alla metà dell'anno. In seguito riprenderebbe ad aumentare. Queste variazioni di breve periodo non sono, tuttavia, rilevanti nella prospettiva della politica monetaria. In un orizzonte temporale più ampio, rilevante per la politica monetaria, ci si attende che l'inflazione al consumo permanga su livelli inferiori al 2 per cento nel 2010, riflettendo principalmente l'attuale ristagno della domanda nell'area dell'euro e al di fuori dei suoi confini. Gli indicatori disponibili delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine restano saldamente ancorati in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

Questo scenario è soggetto a rischi sostanzialmente bilanciati, connessi in particolare alle prospettive per l'attività economica nonché all'evoluzione dei prezzi delle materie prime.

Per quanto concerne l'analisi monetaria, gli ultimi dati confermano l'elevata volatilità degli andamenti mensili di M3 e delle sue componenti osservata a partire dall'intensificarsi delle turbolenze finanziarie nel settembre 2008. Tuttavia, al di là di queste dinamiche il ritmo di espansione della moneta ha continuato a rallentare notevolmente nell'area dell'euro, confortando la valutazione di rischi in calo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

L'evoluzione delle componenti di M3 riflette chiaramente determinate scelte di investimento finanziario degli operatori di mercato in risposta all'acuirsi delle turbolenze, ma in misura crescente anche l'impatto delle passate riduzioni dei tassi d'interesse di riferimento della BCE. Questi interventi hanno assottigliato il differenziale tra i tassi di interesse corrisposti su diverse categorie di depositi a breve termine, favorendo pertanto la riallocazione di fondi. A titolo di esempio, la domanda di depositi a vista ha registrato un ulteriore rafforzamento in

febbraio contribuendo all'aumento del tasso di crescita di M1 sui dodici mesi al 6,3 per cento, mentre la domanda di depositi a breve termine si è indebolita considerevolmente.

Il flusso di prestiti delle IFM alle società non finanziarie e alle famiglie è rimasto molto contenuto. Quanto alle società non finanziarie, il dato lievemente negativo di febbraio rispecchia il calo delle consistenze di prestiti a breve scadenza, mentre per le scadenze più lunghe il flusso netto si è mantenuto positivo. La contrazione dei prestiti a breve termine potrebbe indicare una flessione della domanda di credito connessa all'indebolimento dell'attività economica. È tuttavia probabile che l'evoluzione dei prestiti abbia anche risentito di effetti legati all'offerta; gli andamenti dei mesi scorsi potrebbero parzialmente riflettere i continui sforzi profusi dalle banche e dal settore delle società e delle famiglie per ridurre le posizioni a elevata leva finanziaria assunte negli ultimi anni.

In sintesi, la decisione del 2 aprile adottata dal Consiglio direttivo tiene conto dell'aspettativa che le pressioni sui prezzi si mantengano contenute, riflettendo il considerevole calo dei corsi delle materie prime registrato in passato e il pronunciato indebolimento dell'attività nell'area dell'euro e su scala mondiale. I dati economici più recenti e i risultati delle ultime indagini congiunturali confermano che l'economia mondiale, inclusa quella dell'area, è in forte rallentamento. È probabile che nel corso del 2009 la domanda continui a essere molto debole sia a livello mondiale sia nell'area dell'euro, per poi registrare una graduale ripresa durante il 2010. Gli indicatori disponibili delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine restano saldamente ancorati in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. La verifica incrociata con i risultati dell'analisi monetaria conferma la moderazione delle spinte inflazionistiche. Dopo la decisione del 2 aprile il Consiglio direttivo si attende che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio periodo,

sostenendo il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro. Il Consiglio direttivo seguirà ad assicurare il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio termine, che risulta indispensabile per promuovere la crescita sostenibile e l'occupazione e contribuisce alla stabilità finanziaria. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Per quanto riguarda le politiche fiscali, è necessario che sia credibile l'impegno dei paesi a compiere un percorso di risanamento per il ripristino di solide posizioni di bilancio, nel pieno rispetto del Patto di stabilità e crescita. Ciò risulta essenziale per mantenere viva la fiducia del pubblico nella sostenibilità dei conti, importante sia per la ripresa economica sia a beneficio della crescita nel lungo periodo. I paesi sottoposti a procedura per i disavanzi eccessivi devono attenersi rigorosamente alle raccomandazioni del Consiglio Ecofin in materia di interventi correttivi. Molti paesi dovranno precisare ulteriori misure di risanamento credibili per il 2010 e gli anni a seguire. L'integrale e coerente applicazione delle disposizioni giuridiche dell'UE tese ad assicurare politiche di bilancio solide è condizione indispensabile per preservarne

la credibilità in quanto pilastro dell'assetto istituzionale dell'Unione economica e monetaria.

Passando alle riforme strutturali, il Consiglio direttivo accoglie con favore l'impegno assunto dal Consiglio europeo di primavera di avvalersi appieno, nelle attuali circostanze, della rinnovata strategia di Lisbona per la crescita e l'occupazione. Le raccomandazioni ora rivolte ai paesi dell'area dell'euro esortano ad accelerare l'attuazione delle riforme per favorire l'economia, agevolare i necessari aggiustamenti e assicurare un elevato potenziale di crescita. Resta essenziale che le misure di sostegno adottate a livello nazionale non distorcano la concorrenza né ritardino il necessario processo di adeguamento strutturale e che i governi mantengano il fermo impegno a evitare fenomeni protezionistici.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli. Il primo mette a confronto il finanziamento esterno di famiglie e società non finanziarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, prestando particolare attenzione al periodo delle turbolenze finanziarie. Il secondo esamina l'affidabilità e le revisioni delle stime preliminari del PIL dell'area dell'euro. Il terzo passa in rassegna l'evoluzione delle componenti della spesa pubblica negli Stati membri dell'UE.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

L'economia mondiale attraversa una fase di profonda recessione, nonostante le incisive misure di politica economica adottate in tutto il mondo in risposta agli effetti negativi delle turbolenze finanziarie. Allo stesso tempo i tassi di inflazione a livello internazionale continuano a diminuire rapidamente, a causa di effetti base dovuti ai ribassi delle materie prime, all'indebolimento delle condizioni nel mercato del lavoro e al minor grado di utilizzo della capacità produttiva globale. Le prospettive per l'economia mondiale sono caratterizzate da livelli molto elevati di incertezza, ma i rischi appaiono ora complessivamente più equilibrati.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

L'economia mondiale attraversa una fase di profonda recessione, nonostante le incisive misure di politica economica adottate in tutto il mondo in risposta agli effetti negativi delle turbolenze finanziarie. A febbraio l'indice mondiale dei responsabili degli acquisti (PMI) è risalito lievemente rispetto al minimo, ma si è mantenuto ben al di sotto del valore soglia tra espansione e contrazione fissato a 50 punti, segnalando così che le imprese hanno continuato a ridimensionare i propri livelli di attività. Tuttavia, anche se finora non sono emersi molti segnali chiari di una svolta nell'economia mondiale, di recente la velocità del rallentamento sembra essersi complessivamente moderata.

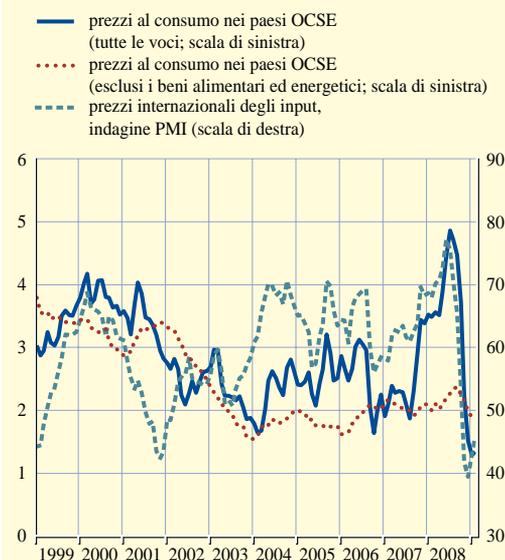
I tassi di inflazione a livello internazionale hanno continuato a diminuire rapidamente, a causa di effetti base dovuti ai ribassi delle materie prime, all'indebolimento delle condizioni nel mercato del lavoro e al minor grado di utilizzo della capacità produttiva globale. Nei paesi dell'OCSE l'inflazione al consumo complessiva è stata pari all'1,3 per cento sui dodici mesi in febbraio, invariata rispetto a gennaio, e quella calcolata al netto delle componenti alimentare ed energetica si è mantenuta pari all'1,9 per cento. Il *Global PMI Input Price Index* è diminuito ulteriormente in febbraio. Mentre il settore dei servizi ha registrato una flessione solo moderata dei costi medi, quello manifatturiero ha visto scendere notevolmente i prezzi di acquisto a causa della sua maggiore esposizione al riassorbimento dei precedenti aumenti nei prezzi mondiali delle materie prime (cfr. figura 1).

STATI UNITI

Negli Stati Uniti la recessione si è accentuata durante l'ultimo trimestre dello scorso anno e l'attività economica è rimasta debole agli inizi del 2009. Le stime definitive segnalano che nel quarto trimestre il PIL in termini reali è calato del 6,3 per cento in ragione d'anno, contro una flessione dello 0,5 per cento nel periodo precedente. I consumi delle famiglie e gli investimenti fissi privati rimangono i maggiori ostacoli alla crescita del prodotto, in quanto le tensioni sui mercati finanziari e la riduzione del grado di leva da parte delle istituzioni finanziarie hanno ridotto la disponibilità di credito. Le prospettive per i consumi sono ulteriormente offuscate dal netto deterioramento delle condizioni del mer-

Figura 1 Andamenti dei prezzi internazionali

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



Fonti: OCSE e Markit.

cato del lavoro e dagli effetti ricchezza negativi, derivanti dal calo dei prezzi delle abitazioni e dei corsi azionari. Anche le esportazioni hanno evidenziato un andamento debole, per il calo dei flussi commerciali internazionali e l'intensificarsi della recessione nei principali paesi partner commerciali degli Stati Uniti. Su questo sfondo, le consistenti misure di stimolo adottate dovrebbero fornire un certo sostegno all'attività economica. Ciò si realizzerà, tuttavia, alle spese di un aumento del disavanzo di bilancio statunitense previsto per l'attuale esercizio finanziario, che si porterà a circa il 12 per cento del PIL, secondo le proiezioni del Congressional Budget Office.

Riquadro I

LE RECESSIONI NEGLI STATI UNITI: POSSIBILI INSEGNAMENTI DALL'ESPERIENZA PASSATA

Nell'attuale periodo di accresciuta incertezza è difficile prevedere la probabile gravità e durata della recessione in atto negli Stati Uniti. Un esame dei fatti stilizzati dei precedenti episodi recessivi può tuttavia fornire qualche indicazione circa il vigore e la durata medi dei cicli economici statunitensi. Sulla base di queste informazioni è possibile tentare di dedurre la sequenza degli eventi e gli andamenti che preludono a una futura ripresa economica negli Stati Uniti. Questo riquadro analizza i fatti stilizzati di dieci recessioni verificatesi negli Stati Uniti a partire dal secondo dopoguerra (individuate e datate dal National Bureau of Economic Research, cfr. la tavola)¹⁾ e li mette a confronto con gli eventi del ciclo attuale. Inoltre in questo riquadro le recessioni del periodo postbellico sono paragonate brevemente con la Grande Depressione del 1929-33.

Fasi di espansione e di contrazione del ciclo economico degli Stati Uniti

Date di riferimento del ciclo economico		Durata in mesi	
Massimo	Minimo	Contrazione	Espansione
		Dal massimo al minimo	Tempo trascorso dall'ultima recessione
agosto 1929 (3° trim.)	marzo 1933 (1° trim.)	43	21
novembre 1948 (4° trim.)	ottobre 1949 (4° trim.)	11	37
luglio 1953 (3° trim.)	maggio 1954 (2° trim.)	10	45
agosto 1957 (3° trim.)	aprile 1958 (2° trim.)	8	39
aprile 1960 (2° trim.)	febbraio 1961 (1° trim.)	10	24
dicembre 1969 (4° trim.)	novembre 1970 (4° trim.)	11	106
novembre 1973 (4° trim.)	marzo 1975 (1° trim.)	16	36
gennaio 1980 (1° trim.)	luglio 1980 (3° trim.)	6	58
luglio 1981 (3° trim.)	novembre 1982 (4° trim.)	16	12
luglio 1990 (3° trim.)	marzo 1991 (1° trim.)	8	92
marzo 2001 (1° trim.)	novembre 2001 (4° trim.)	8	120
dicembre 2007 (4° trim.)	–	–	73

Fonte: National Bureau of Economic Research.

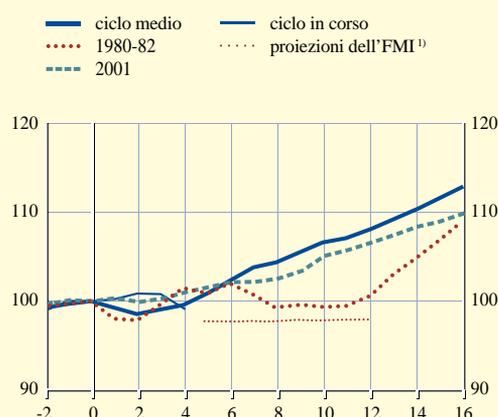
1) Il National Bureau of Economic Research definisce la recessione non soltanto come due trimestri consecutivi di crescita negativa ma anche come "un calo significativo dell'attività in tutta l'economia, che si protrae per più di qualche mese e che appare normalmente visibile nelle statistiche sul PIL in termini reali, i redditi reali, l'occupazione, la produzione industriale e le vendite all'ingrosso e al dettaglio".

Analizzando in primo luogo l'evoluzione del prodotto durante i suddetti episodi, si rileva che il PIL statunitense in termini reali è sceso in media dell'1,4 per cento su due trimestri (cfr. figura A) e che dopo aver toccato il suo livello minimo ha impiegato mediamente altri tre trimestri prima di riportarsi sui livelli precedenti l'inizio della recessione. Gli episodi degli anni cinquanta, del 1973 e del 1980-82²⁾ (quest'ultimo caratterizzato da una doppia recessione) sono stati contraddistinti da cali particolarmente bruschi e prolungati, mentre quello del 2001 è stato il meno grave. A titolo di confronto, durante la Grande Depressione il PIL in termini reali è sceso di circa il 27 per cento e ha impiegato sette anni prima di tornare sui livelli medi degli anni precedenti³⁾. Secondo le proiezioni pubbliche sugli andamenti dell'economia statunitense, è probabile che il ciclo attuale si riveli uno dei più negativi, se non il peggiore, del dopoguerra. Il PIL degli Stati Uniti è già sceso dello 0,8 per cento tra l'inizio della recessione alla fine del 2007 e il quarto trimestre del 2008 e, stando alle previsioni pubblicate in marzo dall'FMI⁴⁾, dovrebbe calare di un ulteriore 2,6 per cento nel 2009.

Ci si interroga quindi su quali siano state le determinanti dei precedenti episodi di recessione e successiva ripresa e su cosa potrebbe essere differente questa volta. Se si considerano le componenti del PIL (cfr. figura B), gli investimenti in edilizia residenziale sono stati di norma il fattore scatenante che precede una recessione. Infatti, in media, hanno raggiunto un picco alcuni trimestri prima dell'inizio della fase recessiva. Gli investimenti delle imprese, le importazioni e i consumi privati (la componente principale del prodotto statunitense) hanno iniziato a contrarsi assieme al PIL, mentre le esportazioni hanno toccato un massimo un trimestre dopo l'inizio della recessione. Un'analoga sequenza di eventi, seppur ritardata di alcuni trimestri, è osservabile anche nell'episodio attuale, anche se le importazioni hanno iniziato a calare prima che nella media degli episodi precedenti.

Figura A PIL in termini reali

(indice: inizio della recessione = 100)



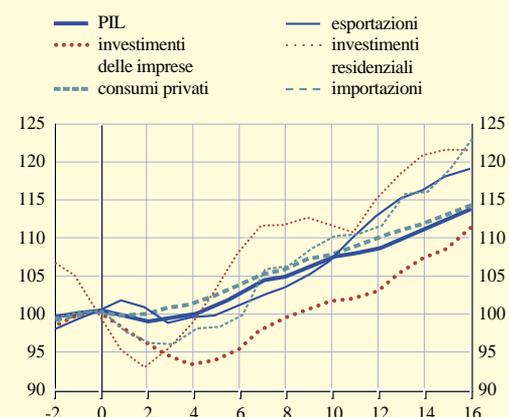
Fonti: Bureau of Economic Analysis, National Bureau of Economic Research, FMI ed elaborazioni della BCE.

Nota: la scala temporale si riferisce ai trimestri precedenti/successivi all'inizio della recessione (la linea verticale indica lo zero).

1) Medie annue.

Figura B Andamenti medi delle principali componenti dei conti nazionali durante una recessione

(indice: inizio della recessione = 100)



Fonti: Bureau of Economic Analysis, National Bureau of Economic Research ed elaborazioni della BCE.

Nota: la scala temporale si riferisce ai trimestri precedenti/successivi all'inizio della recessione (la linea verticale indica lo zero).

2) Tra queste recessioni più gravi del periodo postbellico, quella del 1980-82 è riportata nelle figure.

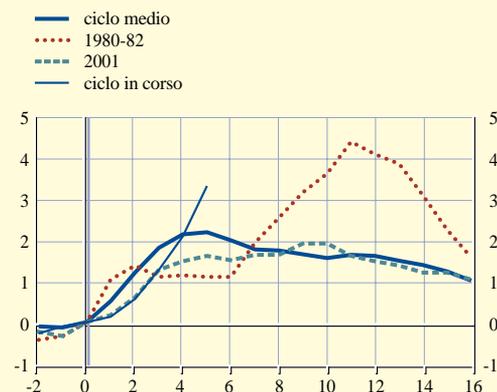
3) Le statistiche sul PIL e i consumi personali durante la Grande Depressione si riferiscono a variazioni nelle medie annue del 1929 e del 1933.

4) Cfr. *Group of Twenty, Meeting of the Ministers and Central Bank Governors, March 13-14, 2009, London, U.K., Global Economic Policies and Prospects, Note by the Staff of the International Monetary Fund*, <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/031909a.pdf>.

Durante le recessioni del periodo postbellico i consumi privati statunitensi hanno registrato in media solo un piccolo calo su un trimestre (0,4 per cento), per poi riportarsi sui livelli precedenti l'inizio della recessione nell'arco di appena due trimestri. La flessione più ampia riguarda l'episodio del 1980-82, quando il declino tra il massimo e il minimo è stato pari al 2,2 per cento. A titolo di confronto, alla fine della Grande Depressione nel 1933 i consumi erano inferiori del 18 per cento rispetto alla media del 1929. A differenza di quanto avvenuto negli episodi precedenti, in quello attuale le famiglie potrebbero non contribuire più in misura consistente ad attenuare la contrazione. Nel quarto trimestre 2008 i consumi erano già scesi dell'1,6 per cento dall'inizio della recessione e le previsioni disponibili segnalano la probabilità di un loro ulteriore calo imminente. La riduzione superiore alla media e la più lenta ripresa possono rispecchiare il fatto che la recessione in corso è connessa a una crisi bancaria e al crollo del mercato delle abitazioni. È quindi probabile che le famiglie abbiano la necessità di ridurre il grado di leva finanziaria dei propri bilanci accrescendo il risparmio e ciò deprime i consumi privati per un periodo più lungo di quanto ci si potrebbe attendere in base all'esperienza precedente.

Figura C Disoccupazione

(valori percentuali; variazioni cumulate; inizio della recessione = 0)



Fonti: Bureau of Labor Statistics, National Bureau of Economic Research ed elaborazioni della BCE.
Nota: la scala temporale si riferisce ai trimestri precedenti/successivi all'inizio della recessione (la linea verticale indica lo zero).

Negli episodi precedenti, il tasso di disoccupazione negli Stati Uniti ha toccato in media un massimo di 2,2 punti percentuali al di sopra dei livelli precedenti l'inizio della recessione (cfr. figura C). Esso costituisce un indicatore ritardato e continua di norma ad aumentare per alcuni trimestri dopo che il PIL in termini reali ha ripreso a crescere. Nelle recessioni postbelliche, il PIL è generalmente tornato a registrare tassi di variazione positivi dopo due trimestri, mentre la disoccupazione ha raggiunto un picco dopo i cinque trimestri successivi all'inizio della recessione. Nel ciclo attuale, il tasso di disoccupazione è già aumentato di 3,3 punti percentuali tra dicembre 2007 e febbraio 2009 e si è portato all'8,1 per cento. Stando alle previsioni, dovrebbe salire ulteriormente.

Il disavanzo di bilancio statunitense, infine, si amplia nelle fasi di recessione, riflettendo il calo delle entrate e/o l'aumento delle uscite. Durante gli episodi precedenti si è deteriorato in media di tre punti percentuali (in rapporto al PIL) nell'arco di sei trimestri (cfr. figura D). Questo andamento medio potrebbe tuttavia rispecchiare anche fattori diversi dall'impatto della recessione in quanto tale. Ad esempio, durante l'episodio più moderato del periodo postbellico, nel 2001, il disavanzo statunitense si è ampliato molto di più di quanto sarebbe stato prevedibile sulla base dell'esperienza passata, rispecchiando in parte gli sgravi fiscali introdotti dall'Amministrazione statunitense nel 2001 e 2003. Nel ciclo attuale, tra il quarto trimestre del 2007 e il periodo corrispondente del 2008 il disavanzo ⁵⁾ si è ampliato di circa 4,8 punti percentuali. Tenendo conto della gravità della recessione in atto e dell'annunciato pacchetto di stimolo fiscale, ammontante

5) Misurato in termini di prestiti netti delle amministrazioni pubbliche.

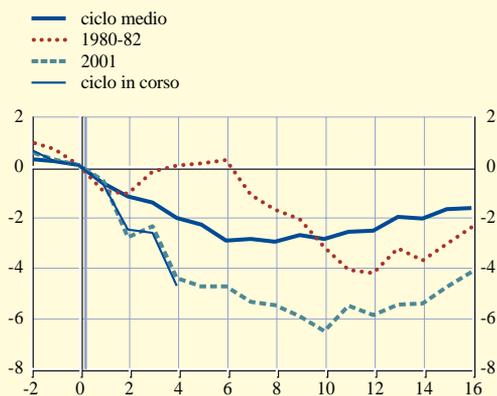
a 787,2 miliardi di dollari, l'Amministrazione degli Stati Uniti prevede che nell'esercizio finanziario 2009 il disavanzo possa salire fino al 12,3 per cento del PIL (collocandosi così 9,1 punti percentuali al di sopra dell'esercizio precedente)⁶⁾.

Mentre negli episodi precedenti le famiglie hanno contribuito in misura sostanziale ad attenuare la volatilità del ciclo economico e la recessione è stata principalmente determinata dagli investimenti in edilizia residenziale e da quelli delle imprese, nel caso attuale la situazione potrebbe essere lievemente diversa. In primo luogo i consumi privati sono già scesi notevolmente ed è probabile che l'effetto congiunto dell'eccezionale flessione della ricchezza finanziaria e immobiliare, del rapido incremento della disoccupazione e del malfunzionamento dei mercati creditizi determini un calo più pronunciato della spesa per consumi rispetto ai cicli precedenti. In secondo luogo si ritiene in generale che in questo episodio la contrazione degli investimenti in edilizia residenziale duri più a lungo della media, dato l'eccesso di offerta di abitazioni. Infine le esportazioni, che fino a poco tempo fa crescevano ancora a ritmi elevati, difficilmente sorreggeranno la ripresa statunitense nel breve periodo a causa di una flessione straordinaria del commercio internazionale. Per una ripresa sostenuta è pertanto essenziale che si verifichino tre condizioni interconnesse: il ritorno alla crescita del mercato degli immobili, lo sblocco dei flussi nel mercato del credito e la risoluzione dei problemi del settore finanziario. Le politiche monetarie e di bilancio più aggressive adottate dagli Stati Uniti dovrebbero tuttavia fornire un sostegno all'economia in attesa che vengano soddisfatte le suddette condizioni.

6) *The 2010 Budget*, US Office of Management and Budget, 26 febbraio 2009.

**Figura D Disavanzo di bilancio
(in percentuale del PIL)**

(valori percentuali; variazioni cumulate; inizio della recessione = 0)



Fonti: Bureau of Economic Analysis, National Bureau of Economic Research ed elaborazioni della BCE.
Nota: la scala temporale si riferisce ai trimestri precedenti/successivi all'inizio della recessione (la linea verticale indica lo zero).

Con riferimento ai prezzi, l'inflazione sui 12 mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salita lievemente in febbraio (allo 0,2 per cento, dallo 0 per cento di gennaio) pur restando ben inferiore alla media dell'anno precedente (3,8 per cento). La più debole dinamica dei prezzi osservata negli ultimi mesi riflette la diminuzione dei costi dei beni energetici, oltre che il minor grado di utilizzo della capacità produttiva. Al netto delle componenti alimentare ed energetica, l'inflazione si è portata all'1,8 per cento (dall'1,7 di gennaio).

Il 18 marzo il Federal Open Market Committee ha deciso di mantenere invariato l'obiettivo per il tasso ufficiale entro un intervallo compreso tra lo zero e lo 0,25 per cento. Per agevolare il funzionamento dei mercati finanziari e stimolare l'economia, il Federal Reserve System ha esteso il ricorso a misure non convenzionali procedendo anche all'acquisto di obbligazioni del Tesoro a lunga scadenza.

GIAPPONE

In Giappone l'attività ha subito un netto ridimensionamento negli ultimi mesi e l'inflazione complessiva è in calo dagli inizi dell'anno. Le esportazioni e le importazioni hanno continuato a ridursi notevolmente: a febbraio la flessione sui dodici mesi è stata rispettivamente pari al 49,4 e

43 per cento. In base alla seconda stima preliminare del Cabinet Office, nel quarto trimestre del 2008 il PIL in termini reali è diminuito del 3,2 per cento sul periodo precedente (una correzione al rialzo rispetto al 3,3 per cento segnalato nella prima stima preliminare). La debolezza dell'attività economica del quarto trimestre è principalmente riconducibile al forte calo delle esportazioni.

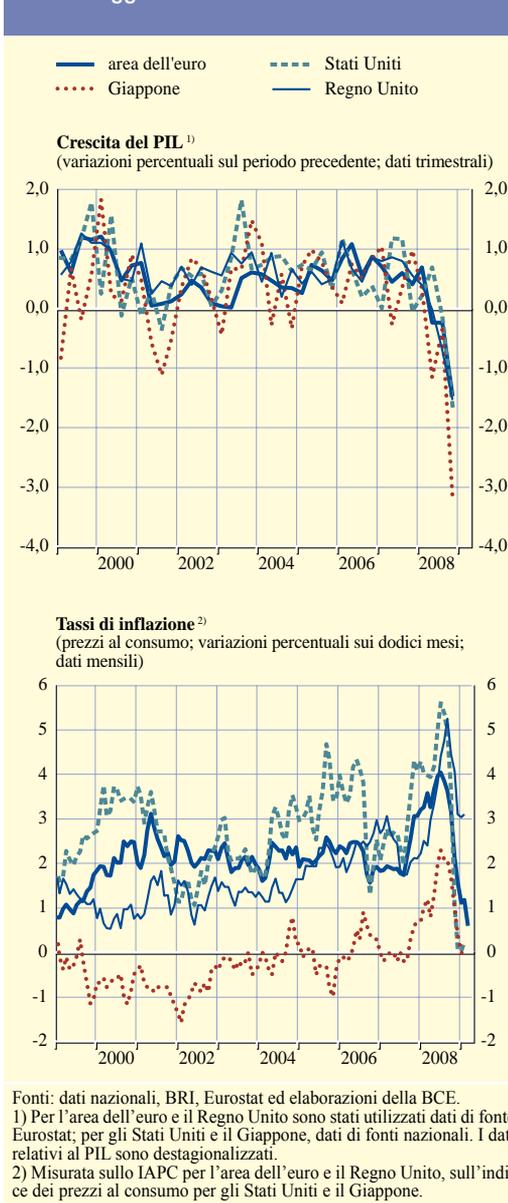
L'inflazione al consumo è diminuita ulteriormente in febbraio, risentendo soprattutto del minor grado di utilizzo della capacità produttiva. Il tasso sui dodici mesi misurato sull'IPC complessivo è scivolato in territorio negativo (-0,1 per cento, contro lo 0,0 per cento di gennaio). Quello calcolato al netto delle componenti alimentare ed energetica si è mantenuto negativo (-0,1 per cento).

Nella riunione del 18 marzo la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato allo 0,1 per cento l'obiettivo per il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale e ha annunciato l'intenzione di incrementare gli acquisti in via definitiva di titoli di Stato giapponesi.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito il PIL in termini reali è diminuito dell'1,6 per cento sul periodo precedente nel quarto trimestre, dopo una flessione dello 0,7 per cento nel terzo. Le condizioni economiche hanno continuato a deteriorarsi agli inizi del 2009. La produzione industriale è scesa del 2,6 per cento tra dicembre e gennaio e, stando alle più recenti indagini, dovrebbe calare ulteriormente in prospettiva. Nei tre mesi fino a gennaio il tasso di disoccupazione ha raggiunto il 6,5 per cento, un livello non più osservato dal 1997 e superiore di 0,5 punti percentuali rispetto al precedente periodo di tre mesi. L'indice Halifax dei prezzi delle abitazioni ha continuato a flettere, scendendo del 2,3 per cento in febbraio. Gli indicatori congiunturali più recenti confermano le attese di una recessione pronunciata nel 2009. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è aumentata lievemente, al 3,2 per cento in febbraio, ma alcune indagini di mercato segnalano la possibilità che scenda a circa l'1,0 per cento nel 2009. Il 5 marzo il Monetary Policy Committee della Bank of England ha deciso di abbassare di 0,5 punti percentuali, allo 0,5 per cento, il tasso ufficiale pagato sulle riserve delle banche commerciali e di attuare un programma di acquisto di attività per 75 miliardi di sterline finanziandolo con l'emissione di base monetaria.

Figura 2 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



ALTRI PAESI EUROPEI

In gran parte degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro l'indebolimento dell'attività economica è stato accompagnato da un lieve aumento dell'inflazione a febbraio. In Svezia il PIL in termini reali è sceso del 2,4 per cento sul periodo precedente nel quarto trimestre per l'inasprimento delle condizioni finanziarie, l'indebolimento della domanda estera e l'adozione di comportamenti di spesa più cauti da parte delle famiglie. I medesimi fattori hanno depresso l'attività economica anche in Danimarca, dove il prodotto è diminuito del 2,0 per cento nel quarto trimestre. Gli indicatori congiunturali segnalano un ulteriore indebolimento in entrambi i paesi. L'inflazione misurata sullo IAPC è stata relativamente stabile e negli ultimi mesi è rimasta su livelli bassi in tutte e due le economie. In febbraio è salita lievemente in Svezia (al 2,2 per cento), mentre si è mantenuta invariata in Danimarca (all'1,7 per cento). Il 5 marzo la Danmarks Nationalbank ha deciso di abbassare il tasso di riferimento principale di 75 punti base, al 2,25 per cento.

Per quanto concerne i principali paesi dell'Europa centrale e orientale appartenenti all'UE, si è registrato un indebolimento sensibile durante gli ultimi mesi. Nel quarto trimestre il PIL in termini reali si è attestato in Ungheria e nella Repubblica Ceca rispettivamente dell'1,2 e 0,9 per cento sul periodo precedente. In Romania l'attività economica ha subito una brusca contrazione (2,9 per cento sul periodo corrispondente), di riflesso al netto calo sul trimestre precedente. In Polonia la crescita ha invece mostrato una tenuta migliore e nel quarto trimestre era ancora positiva (0,3 per cento sul periodo precedente), poiché la domanda interna ha continuato a espandersi vigorosamente rispetto agli altri paesi della regione. Gli indicatori congiunturali segnalano tuttavia una perdurante debolezza in tutti i paesi nel periodo a venire. In febbraio l'inflazione sui dodici mesi è aumentata lievemente in Ungheria, Polonia e Romania (portandosi rispettivamente al 2,9, 3,6 e 6,9 per cento), mentre ha continuato a calare nella Repubblica Ceca (dove è risultata pari all'1,3 per cento). Il 12 marzo la Latvijas Banka ha deciso di abbassare il tasso di riferimento principale di 100 punti base (al 5 per cento) e il 25 marzo la Narodowy Bank Polski ha ridotto il proprio di 25 punti base (al 3,75 per cento).

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia l'attività economica si è notevolmente indebolita durante i primi mesi del 2009 e in alcuni casi vi è stata addirittura una contrazione. L'impatto sfavorevole del forte calo delle esportazioni dovuto al crollo della domanda estera si è esteso all'economia interna. In quasi tutta la regione l'aumento dei tassi di disoccupazione e il deterioramento delle attese circa i redditi futuri hanno pesato sui consumi, ma anche la domanda di investimenti privati ha sofferto a causa delle incerte prospettive su scala mondiale. L'inflazione al consumo ha continuato a moderarsi in gran parte dei paesi e questo ha permesso a diverse banche centrali di procedere a un ulteriore allentamento monetario.

In Cina l'interscambio con l'estero è diminuito sensibilmente agli inizi del 2009. In gennaio e febbraio le esportazioni e le importazioni sono scese rispettivamente del 25,3 e 34,2 per cento rispetto agli stessi mesi del 2008, mentre nello stesso periodo, la produzione industriale è aumentata di appena il 3,8 per cento, soprattutto a causa della debolezza delle esportazioni e di una correzione al ribasso nel settore delle costruzioni. In positivo, il pacchetto di stimolo fiscale approvato in novembre ha determinato un sensibile aumento degli investimenti in infrastrutture e questo ha innalzato al 26,5 per cento il tasso di crescita degli investimenti. Anche i consumi interni hanno finora mostrato una relativa tenuta rispetto alle altre economie. Il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sull'IPC è diventato negativo in febbraio (-1,6 per cento, contro l'1 per cento di gennaio). L'orientamento accomodante della politica monetaria e le misure fiscali si sono riflesse in un'espansione estremamente rapida del credito. A fine febbraio lo stock di prestiti risultava aumentato del 24,2 per cento rispetto a un anno prima.

AMERICA LATINA

In America latina l'attività economica ha continuato a indebolirsi, per il ristagno della domanda sia estera sia interna. Allo stesso tempo le pressioni inflazionistiche si sono attenuate, sebbene solo gradualmente. In Brasile il tasso di incremento del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è sceso all'1,2 per cento nel quarto trimestre del 2008, dal 6,8 del terzo. Ciò va ricondotto principalmente alla più debole dinamica degli investimenti e, in misura inferiore, dei consumi privati. L'indebolimento ha riguardato anche l'Argentina, dove nel quarto trimestre del 2008 il PIL in termini reali è aumentato del 4,4 per cento sul periodo corrispondente. Le spinte inflazionistiche sono tuttavia rimaste intense e in febbraio l'inflazione sui dodici mesi era pari al 6,8 per cento. In Messico la produzione industriale ha continuato a scendere in gennaio ed era inferiore del 10,4 per cento rispetto a un anno prima. L'inflazione sui dodici mesi è invece rimasta sostanzialmente invariata in febbraio, al 6,2 per cento (contro il 6,3 di gennaio).

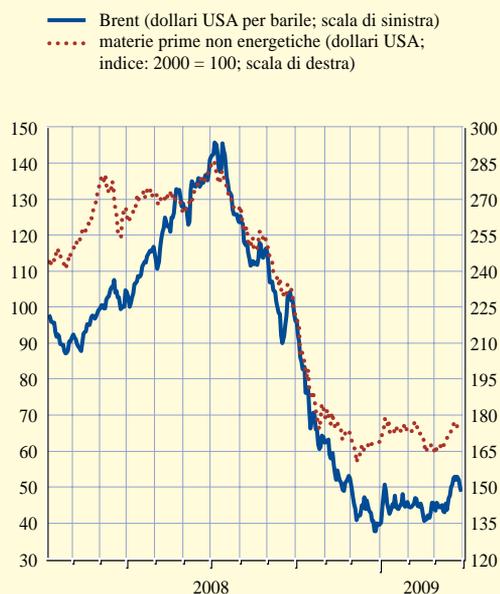
1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

In marzo i corsi petroliferi sono stati scambiati intorno ai 45 dollari statunitensi, registrando un aumento verso la fine del mese. Il 1° aprile il greggio di qualità Brent è stato quotato a 48,9 dollari, valore superiore del 24 per cento rispetto agli inizi del 2009 (l'aumento espresso in euro è di circa il 31 per cento). In prospettiva, gli operatori si attendono una crescita del livello dei prezzi nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti future con scadenza nel dicembre 2011 che si collocano attorno ai 67 dollari.

Per quanto concerne i fondamentali economici, le ultime proiezioni dell'Agenzia internazionale per l'energia indicano che nel 2009 la domanda di petrolio scenderà di 2,8 milioni di barili al giorno rispetto al picco del quarto trimestre 2007. Questa sensibile riduzione, che costituisce la risultante di ripetute correzioni al ribasso delle proiezioni per le economie sia sviluppate sia emergenti, non ha tuttavia depresso ulteriormente i prezzi. I membri dell'OPEC hanno di fatto tenuto fede all'impegno di rispettare i tagli alla produzione concordati, raggiungendo un livello di conformità dell'80 per cento in febbraio. Ciò ha più che compensato la contrazione della domanda, portando l'offerta mondiale di petrolio su un livello attualmente inferiore di circa 3,4 milioni di barili al giorno rispetto a un anno fa.

I prezzi delle materie prime non energetiche sono lievemente aumentati in marzo. Le quotazioni dei metalli hanno evidenziato alcuni segnali di ripresa. Più in particolare, quelle del rame hanno tratto sostegno dalle indicazioni di un rafforzamento della domanda cinese. I movimenti dei corsi delle materie prime agricole sono stati eterogenei e per lo più determinati da fattori specifici; un particolare vigore è stato evidenziato dai prezzi del granoturco e della soia. Verso la fine di

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWI.

marzo l'indice aggregato dei prezzi (in dollari statunitensi) delle materie prime non energetiche era superiore di circa il 3 per cento rispetto agli inizi dell'anno.

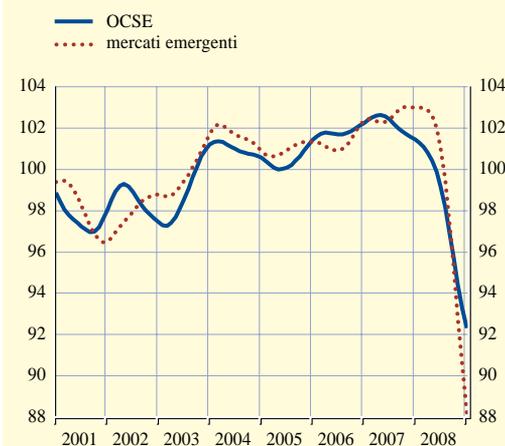
I.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Le prospettive per la domanda estera di beni e servizi dell'area dell'euro restano fosche. L'improvviso calo dell'interscambio mondiale e l'estrema debolezza delle prospettive sono principalmente connessi alla brusca contrazione della domanda a livello internazionale. Tale andamento è stato inoltre aggravato dall'inasprirsi delle condizioni per i crediti commerciali e dagli effetti amplificatori delle catene produttive su scala mondiale. L'indicatore anticipatore composito dell'OCSE relativo a gennaio continua a segnalare un indebolimento delle prospettive per le sette economie principali appartenenti all'organizzazione, mentre il dato riferito a tutti i paesi membri dell'OCSE è sceso a un nuovo livello minimo e vi sono poche indicazioni di una sua stabilizzazione a breve termine. Anche le prospettive delle principali economie non appartenenti all'organizzazione hanno continuato a deteriorarsi.

Le prospettive per l'economia mondiale sono caratterizzate da livelli molto elevati di incertezza, ma i rischi appaiono ora complessivamente più equilibrati. Da un lato possono esservi sviluppi più favorevoli del previsto, dovuti al calo dei prezzi delle materie prime e alle azioni intraprese sul piano delle misure di politica economica. Dall'altro sussistono preoccupazioni sia in merito ad una ricaduta di maggiori proporzioni delle turbolenze nei mercati finanziari sull'economia reale, sia sul possibile accrescersi delle spinte protezionistiche e sui possibili sviluppi negativi nell'economia mondiale derivanti da una correzione disordinata degli 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 febbraio confermano il proseguimento del calo della dinamica dell'aggregato monetario ampio e degli aggregati creditizi, benché la volatilità sul mese rimanga elevata. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 si è ulteriormente ridotto, sebbene si sia registrato un flusso mensile positivo. Quello dei prestiti al settore privato ha parimenti registrato una nuova diminuzione e i relativi flussi mensili sono risultati negativi anche tenendo conto delle operazioni di cartolarizzazione. È probabile che tali andamenti abbiano risentito in misura considerevole del netto deterioramento delle prospettive dell'attività economica e del reddito al volgere dell'anno. Il processo di riduzione del grado di leva nel settore finanziario sembra continuare, come indica l'ulteriore calo delle attività totali delle istituzioni creditizie, dovuto principalmente al ridimensionamento delle attività sull'estero.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Il ritmo dell'espansione monetaria ha continuato a diminuire in febbraio, con un nuovo calo del tasso di variazione sui dodici mesi di M3, collocatosi al 5,9 per cento, a fronte del 6,0 per cento di gennaio (cfr. figura 5). Nel contempo il tasso di crescita sul mese precedente è tornato su valori positivi, portandosi allo 0,5 per cento, in rialzo dal -0,7 per cento di gennaio. Nel complesso le dinamiche di più breve periodo, misurate ad esempio dai tassi di crescita sui tre e sui sei mesi espressi in ragione d'anno, confermano che l'espansione monetaria è di recente rallentata rispetto al periodo precedente l'intensificarsi delle turbolenze finanziarie nel settembre del 2008.

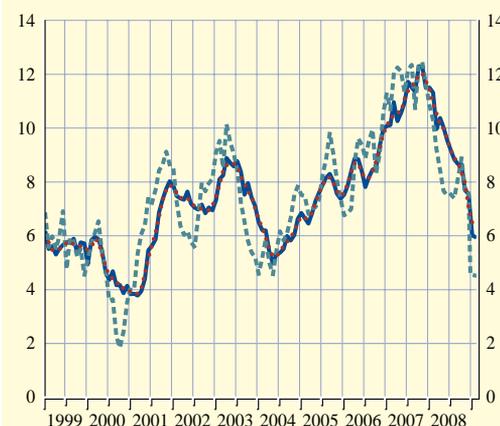
I dati di febbraio confermano inoltre la protratta riduzione del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato e la debolezza che ha mediamente caratterizzato l'attività di prestito negli ultimi mesi. Il flusso mensile di prestiti, corretto per l'effetto prodotto dalla rimozione dai bilanci dei prestiti cartolarizzati, è risultato ancora una volta leggermente negativo in febbraio, dopo aver registrato valori positivi in gennaio e negativi in dicembre. La debolezza delle dinamiche dei prestiti nei mesi recenti riflette probabilmente il netto deterioramento delle prospettive per l'attività economica e il reddito al volgere dell'anno, sebbene le più recenti indagini sul credito bancario facciano ritenere che vi abbiano potuto contribuire anche fattori dal lato dell'offerta.

I dati monetari di febbraio, in particolare il nuovo calo delle attività totali delle istituzioni creditizie, forniscono una conferma anche del protratto processo di riduzione della leva finanziaria da parte del settore delle IFM. Tale processo continua a concretizzarsi principalmente in un ridimensionamento delle attività sull'estero. Per quanto riguarda la provvista bancaria, le emissioni nette di titoli di debito delle IFM sono aumentate, probabilmente per effetto delle agevolazioni fornite dai programmi di garanzia approntati dai governi.

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.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Il nuovo calo della crescita sui dodici mesi di M3 osservato in febbraio è imputabile all'ulteriore riduzione del contributo fornito dai depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight*, in parte controbilanciata dall'aumento dei contributi di M1 e degli strumenti negoziabili.

Il tasso di variazione sui dodici mesi di M1 è ulteriormente aumentato in febbraio (al 6,3 per cento, dal 5,1 per cento di gennaio), per effetto della maggiore crescita dei depositi *overnight* (cfr. tavola 1). L'espansione sui dodici mesi del circolante è rimasta vigorosa e prossima ai livelli osservati ad ottobre del 2008. Nel contempo, dopo l'impennata di ottobre, i flussi mensili sembrano essere ritornati in prossimità dei valori medi registrati dal 2002. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi *overnight* è nuovamente aumentato, collocandosi in febbraio al 4,9 per cento, in rialzo dal 3,5 per cento di gennaio. Il flusso mensile relativo a questa sottocomponente di M1 è stato considerevole, sebbene notevolmente inferiore a quello di gennaio. Si è registrata una considerevole volatilità dei flussi mensili verso i depositi *overnight* a partire dall'ottobre dello scorso anno, a causa di vari fattori (tra i quali inizialmente gli effetti di rifugio e in seguito quelli di fine anno e di tasso di interesse).

L'espansione sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* (M2-M1) è nuovamente diminuita in febbraio (al 7,7 per cento, rispetto al 10,1 per cento del mese precedente), a fronte di andamenti contrastanti delle rispettive sottocomponenti. L'ulteriore aumento del tasso di variazione dei depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi (depositi a risparmio a breve termine) è infatti stato più che compensato dal calo di quello dei depositi con durata prestabilita fino a due anni (depositi a termine a breve scadenza).

L'andamento contrastante delle varie tipologie di depositi a breve termine osservato negli ultimi mesi riflette probabilmente considerazioni relative alla remunerazione. I dati sui tassi di interesse

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.	2009 gen.	2009 feb.
M1	43,9	3,8	2,3	0,6	2,7	5,1	6,3
Banconote e monete in circolazione	7,6	7,8	7,8	7,5	12,4	13,7	13,5
Depositi <i>overnight</i>	36,2	3,0	1,2	-0,7	0,9	3,5	4,9
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	41,9	18,4	19,3	18,9	15,7	10,1	7,7
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	24,7	41,4	40,4	37,6	29,1	14,9	9,4
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	17,2	-3,3	-2,3	-2,0	-0,8	3,7	5,4
M2	85,8	10,3	10,0	9,1	8,9	7,5	7,0
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,2	16,3	10,3	8,9	4,2	-2,2	-0,0
M3	100,0	11,2	10,1	9,0	8,1	6,0	5,9
Credito a residenti nell'area dell'euro		10,0	9,6	9,1	7,3	6,0	5,7
Credito alle amministrazioni pubbliche		-2,5	-1,2	0,6	1,7	5,2	6,9
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		-0,9	0,8	2,2	2,9	2,4	3,1
Credito al settore privato		12,7	11,9	10,8	8,4	6,1	5,4
Prestiti al settore privato		11,1	10,5	9,1	7,3	5,0	4,2
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione		12,0	11,5	10,2	8,6	6,7	5,9
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		6,8	4,5	3,3	1,0	0,5	1,7

Fonte: BCE.

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

delle IFM per il periodo fino a gennaio confermano che la remunerazione di tali depositi ha subito un nuovo considerevole calo e che i differenziali fra gli interessi corrisposti sui depositi *overnight* e su quelli a risparmio a breve termine si sono significativamente ridotti. Pertanto, il costo opportunità collegato alla detenzione di depositi *overnight* ha continuato a diminuire rispetto a quello relativo agli altri depositi a breve termine. Inoltre, dato l'attuale elevato livello di incertezza, è probabile che gli investitori abbiano continuato a manifestare una preferenza per le attività più liquide.

Il tasso di crescita sui dodici mesi degli strumenti negoziabili (M3-M2) si è collocato intorno allo zero in febbraio, dopo aver registrato valori significativamente negativi (-2,2 per cento) in gennaio. Le dinamiche di tali strumenti continuano a presentare una notevole volatilità di breve periodo. L'afflusso registrato in febbraio dalle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, la maggiore sottocomponente della categoria degli strumenti negoziabili, è risultato maggiore di quello del mese precedente, portando il tasso di crescita sui dodici mesi al 3,5 per cento, in rialzo dal 2,6 per cento di gennaio. Tali andamenti forniscono un'ulteriore conferma del venir meno delle preoccupazioni per un eventuale fallimento dei fondi del mercato monetario che i residenti dell'area dell'euro avevano temporaneamente nutrito a seguito dell'insolvenza di Lehman Brothers. In effetti, i tassi di crescita sul mese precedente registrati in gennaio e febbraio sono stati relativamente vigorosi al confronto con la media segnata a partire dal 1999, sebbene rimangano meno elevati di quelli osservati nel periodo di riallocazione dei portafogli fra il 2001 e il 2003.

Per quanto concerne gli altri tipi di strumenti negoziabili, il tasso di espansione sui dodici mesi dei contratti pronti contro termine è calato al 5,9 per cento in febbraio, dal 7,1 per cento del mese precedente. Com'è noto, tuttavia, gli andamenti di questa componente sono piuttosto volatili. Le consistenze degli investimenti in titoli di debito a breve termine (ossia con scadenza inferiore ai due anni) delle IFM effettuati dai settori detentori di moneta hanno subito un ulteriore forte calo sui dodici mesi (-16,7 per cento in gennaio, dopo il -24,0 per cento di gennaio), benché sul mese precedente si sia registrato un tasso di crescita positivo per la prima volta dal settembre 2008. Le emissioni nette di titoli di questo tipo da parte delle IFM sono state leggermente inferiori a zero (dopo essere tornate positive in gennaio) e sono state acquistate soprattutto dalle stesse IFM.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi di M3, che comprendono i depositi a breve termine e i contratti pronti contro termine e rappresentano l'aggregato monetario più ampio per cui sono disponibili informazioni a livello settoriale, è calato ulteriormente in febbraio, al 6,8 per cento dal 7,4 per cento di gennaio, proseguendo la moderazione osservata dall'inizio del 2008. La diminuzione registrata in febbraio è ascrivibile soprattutto a una riduzione del tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi di M3 detenuti dalle società non finanziarie che, per la prima volta dal 1999, è divenuto negativo diminuendo al -0,7 per cento. La graduale moderazione della crescita di questa categoria di depositi negli ultimi mesi è probabilmente dovuta al maggiore ricorso alle riserve di liquidità, in un contesto di minori flussi di cassa e di difficoltà potenzialmente maggiori nella raccolta di fondi da nuove fonti esterne. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi di M3 detenuti dalle famiglie è invece diminuito in misura solo marginale in febbraio, scendendo all'8,6 per cento dall'8,7 per cento di gennaio, mentre quello dei depositi di M3 detenuti da intermediari finanziari non monetari è rimasto sostanzialmente invariato al 9,3 per cento.

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 dell'area dell'euro ha continuato a diminuire, collocandosi in

febbraio al 5,7 per cento, rispetto al 6,0 per cento di gennaio (cfr. tavola 1). Ciò riflette l'ulteriore calo del tasso di crescita del credito al settore privato, in parte compensato dall'aumento di quello del credito erogato alle amministrazioni pubbliche. In particolare, il tasso di variazione sui dodici mesi dei titoli di debito delle amministrazioni pubbliche è salito al 6,9 per cento, dal 5,2 per cento del mese precedente.

Il tasso di crescita sui dodici mesi del credito delle IFM al settore privato ha continuato a diminuire, situandosi in febbraio al 5,4 per cento, a fronte del 6,1 per cento di gennaio. I prestiti, che rappresentano la maggiore componente di questo aggregato, hanno fatto registrare un ulteriore calo del tasso di crescita sui dodici mesi, dal 5,0 al 4,2 per cento. Anche dopo aver corretto i dati per l'effetto negativo prodotto dalla rimozione dai bilanci dei prestiti cartolarizzati, i flussi mensili, che in gennaio erano stati positivi, risultano essere tornati su livelli negativi in febbraio. Ciò riflette principalmente gli ingenti flussi negativi registrati dai prestiti erogati sia agli intermediari finanziari non monetari diversi dalle compagnie di assicurazione sia alle società non finanziarie.

Il tasso di variazione dei prestiti al settore privato è stato distorto verso il basso dagli effetti prodotti dalle operazioni di cartolarizzazione *pro soluto*. Nell'ambito di queste operazioni le istituzioni creditizie titolari dei prestiti li cedono e li rimuovono dai propri bilanci. In gran parte dei casi, negli ultimi mesi le istituzioni creditizie hanno acquistato i titoli emessi a fronte di tali prestiti al fine di stanziarli in garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema. Tale attività è stata particolarmente intensa negli ultimi mesi del 2008, ma è diminuita nei primi due mesi del 2009. Di conseguenza, in febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato è risultato di 1,7 punti base inferiore a quello corretto per gli effetti della cartolarizzazione, ossia invariato rispetto a gennaio.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti erogati dalle IFM alle società non finanziarie è calato ulteriormente collocandosi al 7,6 per cento, dall'8,8 per cento di gennaio (cfr. tavola 2). Nel contempo, il tasso di crescita a tre mesi espresso in ragione d'anno (un indicatore delle dinamiche a più breve termine) è diminuito al di sotto del 4 per cento e il flusso mensile è risultato nuovamen-

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.	2009 gen.	2009 feb.
Società non finanziarie	44,9	14,6	14,5	12,8	11,3	8,8	7,6
Fino a 1 anno	28,2	13,0	12,9	10,8	9,0	6,1	3,3
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	20,1	22,5	20,9	18,7	16,0	13,2	12,1
Oltre 5 anni	51,7	12,8	13,0	11,7	10,7	8,7	8,4
Famiglie²⁾	45,2	5,9	5,0	4,0	2,8	1,2	0,7
Credito al consumo ³⁾	13,0	5,3	5,1	4,4	3,1	1,2	1,0
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	71,3	6,7	5,6	4,2	2,9	1,0	0,5
Altri prestiti	15,7	2,7	2,2	2,5	2,2	2,0	1,5
Società di assicurazione e fondi pensione	0,9	6,8	-1,5	-7,8	-7,6	-5,0	-8,4
Altri intermediari finanziari non monetari	9,0	24,9	25,0	22,1	14,3	7,9	7,2

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.

te negativo, dopo essere stato positivo in gennaio. Quest'ultimo andamento riflette l'evoluzione divergente osservata sulle diverse scadenze: mentre i flussi dei prestiti con scadenza superiore a un anno hanno continuato a essere positivi, quelli per le scadenze fino ad un anno sono stati fortemente negativi. Il calo dei finanziamenti a breve termine è forse collegato ai prelievi effettuati dalle società non finanziarie a valere sui depositi a breve termine collocati presso le IFM ed è in linea con il netto deterioramento delle condizioni dell'attività economica (e quindi con il fabbisogno di capitale circolante) al volgere dell'anno. I prestiti a breve termine si caratterizzano tuttavia per una maggiore volatilità rispetto a quelli a lungo termine; pertanto al fine di formulare una valutazione accurata di questi andamenti sono necessari maggiori dati.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è calato ulteriormente, collocandosi allo 0,7 per cento dall'1,2 per cento di gennaio. Le dinamiche a più breve termine, misurate dal tasso di variazione sui tre mesi espresso in ragione d'anno, sono rimaste in territorio negativo. I flussi mensili sono ridivenuti positivi, pur rimanendo prossimi allo zero. Questi dati continuano tuttavia a risentire dell'impatto negativo prodotto dalla rimozione dei prestiti dai bilanci nel contesto delle operazioni di cartolarizzazione *pro soluto*. Dal momento che l'attività di cartolarizzazione interessa principalmente i mutui ipotecari, è presumibile che i dati sui flussi mensili sovrastimino la contrazione dei finanziamenti alle famiglie. Ciò nonostante, negli ultimi mesi il credito alle famiglie ha segnato una moderazione, che è proseguita anche in febbraio.

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, ha registrato in febbraio un aumento all'1,6 per cento (dallo 0,5 per cento di gennaio), che ha interessato l'insieme delle sottocomponenti. A dispetto del nuovo flusso mensile positivo registrato, il tasso di crescita delle consistenze di titoli di debito delle IFM con scadenza superiore a due anni è rimasto leggermente negativo, continuando a risentire della serie di flussi negativi osservati tra settembre e dicembre del 2008. Tuttavia tale andamento fa ritenere che è probabile che sia meno difficile reperire finanziamenti tramite tale fonte al di fuori del settore delle IFM. Il flusso mensile positivo registrato in febbraio è stato inoltre favorito dall'ulteriore aumento, nello stesso mese, dei collocamenti di tali titoli; le istituzioni creditizie si sono infatti avvalse sempre più dei programmi di garanzia alle emissioni introdotti dai governi (cfr. il riquadro "*Come si riflettono le misure adottate dai governi a sostegno del sistema finanziario sui bilanci delle istituzioni creditizie dell'area dell'euro?*"). Sempre in febbraio, il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi con durata prestabilita superiore a due anni è salito al 4,2 per cento, dal 2,9 per cento di gennaio, mentre quello dei depositi rimborsabili con preavviso di oltre tre mesi è passato all'1,4 per cento, in rialzo dallo 0,7 per cento del mese precedente.

Il tasso di variazione sui dodici mesi di capitale e riserve è ancora aumentato in febbraio, collocandosi all'11,9 per cento, rispetto al 10,8 per cento di gennaio, di riflesso alla ricapitalizzazione in atto di singole istituzioni finanziarie.

Per quanto riguarda gli andamenti delle attività e delle passività verso l'estero del settore delle IFM, sono riscontrabili ampi deflussi da entrambi i lati del bilancio. Essi 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 febbraio la posizione netta sull'estero del settore delle IFM ha registrato un afflusso netto di 32 miliardi di euro, determinato da un calo delle passività maggiore di quello delle attività. Il deflusso netto nell'anno si è ridotto a 169 miliardi di euro, dai 219 miliardi di gennaio.

Riquadro 2

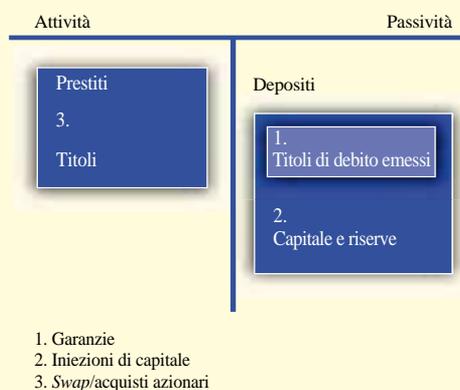
RIFLESSI DELLE MISURE ADOTTATE DAI GOVERNI A SOSTEGNO DEL SISTEMA FINANZIARIO SUI BILANCI DELLE ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA DELL'EURO

L'eccezionale deterioramento delle condizioni nei mercati finanziari internazionali dalla metà di settembre 2008 ha indotto i governi e le banche centrali di tutto il mondo a reagire con una serie di misure altrettanto eccezionali. Questo riquadro adotta una prospettiva specifica ed esamina le componenti del bilancio statistico delle IFM dell'area dell'euro in cui si riflettono tali interventi governativi. Le misure introdotte dall'Eurosistema al fine di assicurare un'adeguata offerta di liquidità alle istituzioni creditizie dell'area non sono considerate in questa sede¹⁾.

Un bilancio semplificato per le istituzioni creditizie

L'esame del bilancio delle IFM costituisce il punto di partenza per l'analisi monetaria condotta periodicamente dalla BCE. La figura A riporta una presentazione stilizzata del bilancio delle istituzioni creditizie²⁾, che mostra le posizioni in cui si riflettono le misure introdotte. La reazione iniziale dei governi dell'area dell'euro alle accresciute tensioni è stata quella di estendere i sistemi di garanzia dei depositi per rafforzare la fiducia nel sistema bancario. Tale intervento, tuttavia, aveva un carattere essenzialmente preventivo, e il suo impatto non è pertanto direttamente osservabile nel bilancio delle istituzioni creditizie. Le altre misure predisposte dai governi dell'area, culminate con l'annuncio del piano di azione europeo comune il 12 ottobre 2008, hanno un impatto più direttamente rilevabile sul lato sia del passivo che dell'attivo del bilancio. Queste misure possono essere raggruppate in tre ampie categorie: l'introduzione di garanzie pubbliche a copertura dei titoli di debito emessi dalle istituzioni creditizie (figura A, misura 1), l'iniezione di capitale nelle istituzioni creditizie da parte di enti governativi (figura A, misura 2) e l'acquisto da parte dei governi di attività delle istituzioni creditizie, ovvero lo scambio di tali attività con titoli di Stato (figura A, misura 3)³⁾.

Figura A Rappresentazione stilizzata del bilancio degli enti creditizi e delle posizioni influenzate dalle misure governative



Fonte: BCE.

1) Le attività di gestione della liquidità condotte dalla BCE sono regolarmente presentate in questo Bollettino. Cfr., ad esempio, il riquadro *Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 12 novembre 2008 al 10 febbraio 2009* nel numero di marzo 2009. Per un'analisi dell'impatto che le operazioni di liquidità della BCE hanno avuto sugli aggregati monetari, cfr. il riquadro *Le recenti operazioni di liquidità e il loro impatto sugli aggregati monetari* nel numero di gennaio 2008.

2) Le istituzioni creditizie rappresentano la sottocomponente più rilevante del settore delle IFM; le altre sottocomponenti principali sono l'Eurosistema e i fondi del mercato monetario.

3) In aggiunta a queste misure, la Commissione europea ha approvato le modifiche agli *International Financial Reporting Standards* (standard internazionali di rendicontazione finanziaria) consentendo la riclassificazione dei titoli e il loro trasferimento dalle categorie che richiedono una valutazione ai prezzi di mercato (mark-to-market) a categorie in cui sono registrati al costo ammortizzato. Con riferimento alle statistiche di bilancio delle IFM, tale misura potrebbe avere l'effetto di gonfiare i dati sui prestiti a scapito dei titoli detenuti, introducendo una distorsione. Per quanto riguarda i dati monetari, tuttavia, queste riclassificazioni sono corrette in sede di calcolo delle rispettive serie di flusso. Di conseguenza, i tassi di crescita derivati da tali flussi non risultano distorti. Gli stock corrispondenti potrebbero essere influenzati, ma perché ciò accada gli *International Financial Reporting Standards* dovrebbero essere utilizzati per la segnalazione statistica, e ciò non accade in tutti i paesi dell'area dell'euro. In generale, a fini di segnalazione statistica gli strumenti sono classificati su base ex ante anziché ex post (ovvero la negoziabilità dei titoli non viene rivalutata dopo l'emissione).

Va notato, tuttavia, che gli interventi attuati sono, in taluni casi, complessi e di natura ibrida e non possono pertanto essere facilmente classificati nello schema esposto. Inoltre, il carattere delle misure impiegate implica che talvolta non vi sia un impatto diretto sul bilancio statistico dell'istituzione creditizia interessata (ad esempio, nel caso della fornitura da parte dei governi di protezione contro le oscillazioni dei prezzi per le attività detenute).

Emissione di titoli di debito delle IFM assistiti da garanzie pubbliche

Le garanzie fornite da diversi governi dell'area dell'euro sono intese ad agevolare il finanziamento delle istituzioni creditizie. Tali garanzie rappresentano la tipologia di misure più rilevante dal punto di vista quantitativo. Considerando l'insieme dell'area, il volume massimo dei titoli di debito che i governi si sono impegnati a garantire nel quadro di tali sistemi ammonta al 33 per cento delle consistenze dei titoli di debito delle IFM.

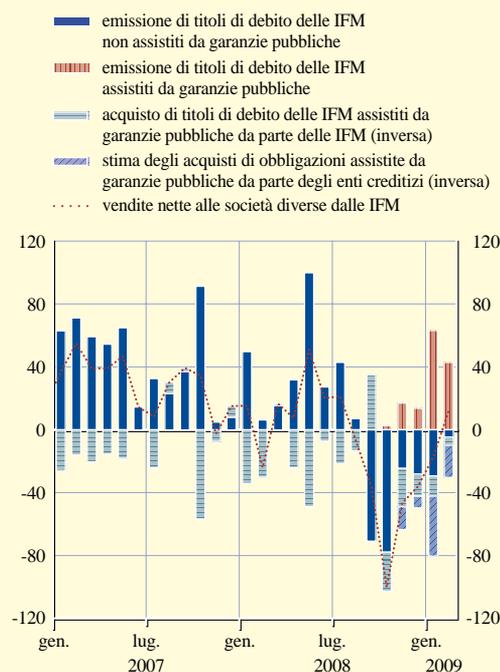
Sullo sfondo delle tensioni osservate in importanti mercati di raccolta, come quello delle obbligazioni bancarie non garantite, l'emissione di titoli di debito da parte delle istituzioni creditizie dell'area dell'euro (al netto dei rimborsi) è stata fortemente negativa in settembre e ottobre 2008 (cfr. figura B). Dalla fine del 2008, a seguito dell'implementazione dei sistemi di garanzia, le banche dell'area hanno iniziato a emettere in misura crescente titoli di debito nell'ambito di tali schemi. Nel periodo fino a febbraio 2009 il valore nominale complessivo dei titoli di debito emessi dalle istituzioni creditizie dell'area assistiti dai programmi di garanzia pubblica è stato di 140 miliardi di euro. I titoli sono stati acquistati in misura rilevante da altre istituzioni creditizie (con un impatto sul lato dell'attivo dei bilanci delle banche), per poi essere stanziati in garanzia nelle operazioni dell'Eurosistema. Le IFM dell'area hanno anche acquistato titoli di debito di IFM non assistiti da garanzie pubbliche; consolidando gli acquisti complessivi e le emissioni si evidenzia come le vendite nette di titoli di debito a entità diverse dalle IFM (sia residenti sia non residenti) siano state negative da settembre 2008 a gennaio 2009. Tale andamento è registrato nei flussi relativi alle posizioni dei titoli di debito emessi con scadenza fino a due anni e dei titoli di debito emessi con scadenza superiore a due anni nel bilancio consolidato delle IFM e rispecchia il ridotto finanziamento delle istituzioni creditizie da parte di entità diverse dalle IFM attraverso fonti di mercato.

Iniezioni di capitale da parte dei governi

La fornitura da parte dei governi dell'area dell'euro di risorse patrimoniali aggiuntive alle istituzioni finanziarie è volta ad assicurare che l'appropriato finanziamento dell'economia

Figura B Emissione e vendite nette di titoli di debito delle IFM

(flussi mensili; miliardi di euro; dati non destagionalizzati e non corretti per gli effetti di calendario)



Fonti: BCE e stime della BCE.

dell'area non sia ostacolato da vincoli di capitale. Le ricapitalizzazioni finora attuate hanno assunto forme differenti, configurandosi talvolta come dilutive per gli azionisti esistenti (ad esempio, nel caso dell'acquisto di nuove azioni ordinarie) o talvolta non dilutive (ad esempio, nel caso dell'acquisto di nuove azioni privilegiate oppure di obbligazioni convertibili o subordinate). Le statistiche di bilancio delle IFM riportano gli acquisti di nuove azioni da parte delle amministrazioni pubbliche come aumenti di capitale e riserve e gli acquisti di nuove obbligazioni da parte delle amministrazioni pubbliche come incrementi dell'emissione di titoli di debito delle IFM.

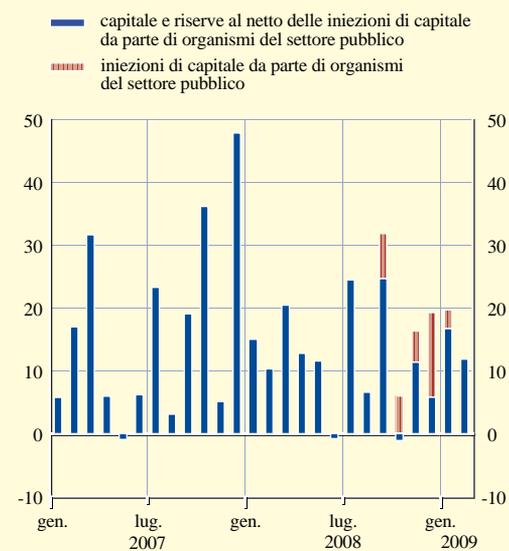
Il volume delle iniezioni di capitale che i governi si sono impegnati a effettuare a favore delle istituzioni finanziarie dell'area dell'euro rappresenta circa il 13 per cento delle consistenze del capitale e delle riserve delle istituzioni creditizie dell'area. La figura C illustra l'impatto sul flusso mensile di capitale e riserve mostrando l'ammontare lordo erogato alle istituzioni creditizie dell'area in una forma che influenza tale posizione. Per il periodo fino a febbraio 2009 tali erogazioni sono ammontate a circa 35 miliardi di euro, un volume considerevolmente inferiore rispetto a quello delle ricapitalizzazioni o degli impegni assunti dai governi già annunciati. Tale discrepanza è ascrivibile a diverse ragioni. In primo luogo, vi è generalmente un ritardo, sovente di vari mesi, tra l'annuncio dell'intervento e la sua effettiva attuazione. In secondo luogo, le iniezioni di capitale non sono sempre destinate interamente a operazioni bancarie, essendo dirette in taluni casi a operazioni di assicurazione di conglomerati finanziari e pertanto non si riflettono nei bilanci delle istituzioni creditizie. In terzo luogo, tali misure sono talvolta realizzate mediante strumenti registrati come titoli di debito nel quadro statistico, sebbene in una prospettiva regolamentare si configurino come capitale. La figura C mostra inoltre che fino al mese più recente per cui sono disponibili dati le istituzioni creditizie dell'area sono state in grado di accrescere capitale e riserve anche con modalità diverse dalle iniezioni di capitale ricevute dai governi, mediante la raccolta di risorse patrimoniali da soggetti non bancari o attraverso il mantenimento di profitti positivi.

Sistemi di swap e di acquisto di attività

La terza tipologia di misure comprende sistemi per l'acquisto definitivo di attività di elevata qualità dalle banche e l'introduzione di linee di swap che consentono lo scambio, su base temporanea, di titoli di Stato detenuti da autorità pubbliche con strumenti finanziari detenuti da banche. Tali interventi hanno pertanto una duplice finalità: da un lato, forniscono alle istituzioni creditizie titoli liquidi utilizzabili a scopo di finanziamento; dall'altro, permettono potenzialmente alle banche di alleviare i propri vincoli di capitale rimuovendo attività dai bilanci. Di tutte le misure finora annunciate dai governi dell'area dell'euro, quelle che comportano acquisti definitivi o swap di attività sono le più limitate dal punto di vista quantitativo.

Figura C Iniezioni di capitale in enti creditizi dell'area dell'euro da parte di soggetti pubblici

(flussi mensili; miliardi di euro; dati non destagionalizzati e non corretti per gli effetti di calendario)



Fonti: BCE, Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

L'acquisto definitivo delle attività di istituzioni creditizie da parte dei governi porterebbe a una riduzione dei titoli o dei prestiti nel bilancio consolidato del settore delle IFM (cfr. figura A) e a un calo corrispondente dei depositi delle amministrazioni pubbliche presso le IFM. Per contro, le operazioni di *swap* di attività non avrebbero, in linea di principio, alcun impatto sulle posizioni di bilancio.

Conclusioni

L'ampia gamma di misure introdotte dai governi dell'area dell'euro per sostenere il sistema finanziario in risposta all'intensificarsi delle turbolenze è direttamente osservabile in diverse componenti dei bilanci delle IFM, specie dal lato delle passività. Considerata l'attuazione graduale di tali misure, è necessario tenere sotto costante osservazione l'andamento del bilancio delle IFM al fine di valutare l'impatto sulle condizioni delle istituzioni creditizie dell'area e gli effetti finali sul flusso del credito ai settori non finanziari. In una prospettiva più ampia, un monitoraggio di questo tipo è essenziale affinché l'analisi monetaria assolva il ruolo di ricavare dall'evoluzione della moneta il segnale rilevante per la valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo periodo.

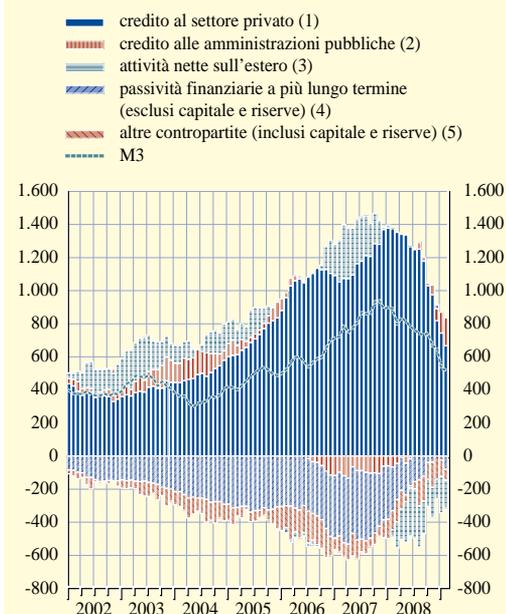
In sintesi, i dati di febbraio forniscono ulteriori evidenze che la recente intensificazione delle tensioni nei mercati finanziari ha avuto un impatto sui bilanci delle IFM. Ciò risulta particolarmente evidente dalla continua riduzione della leva finanziaria nei confronti dei residenti al di fuori dell'area dell'euro. I flussi di prestiti al settore privato non finanziario sono stati modesti, in particolare per quanto riguarda i prestiti agli intermediari finanziari non monetari diversi da compagnie di assicurazione e fondi pensione e quelli alle società non finanziarie. Gli andamenti che hanno interessato i prestiti al settore privato non finanziario riflettono probabilmente il forte calo registrato dall'attività economica e il deterioramento delle prospettive economiche, sebbene non si possa escludere l'influsso di fattori dal lato dell'offerta, come indicano le indagini più recenti sul credito bancario.

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dai residenti dell'area dell'euro è rimasto sostenuto in gennaio, soprattutto per effetto delle emissioni delle amministrazioni centrali, mentre quelle delle IFM hanno continuato a essere modeste. Il tasso di variazione delle emissioni di azioni quotate è rimasto invariato.

Figura 6 Contropartite di M3

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



Fonte: BCE.

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

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2009 gen.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 4° trim.	2008 dic.	2009 gen.
Emissione di titoli di debito:	13.373	8,2	6,9	7,3	7,8	9,5	10,1
IFM	5.353	9,4	7,8	8,2	5,7	5,5	5,3
Società finanziarie non monetarie	1.969	24,9	21,7	23,4	24,3	28,5	30,5
Società non finanziarie	710	8,8	5,9	4,0	4,9	7,0	6,7
Amministrazioni pubbliche	5.341	2,7	2,2	2,4	5,5	8,0	9,2
di cui:							
Amministrazioni centrali	5.004	2,7	2,3	2,4	5,7	8,3	9,5
Altre amministrazioni pubbliche	337	2,7	1,3	3,0	2,9	3,9	5,3
Emissione di azioni quotate:	3.281	1,2	0,9	0,6	0,8	1,0	1,0
IFM	345	0,7	1,5	2,8	4,9	5,8	6,6
Società finanziarie non monetarie	240	2,7	2,4	2,6	2,6	3,0	3,1
Società non finanziarie	2.696	1,2	0,6	0,0	-0,1	-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*.

TITOLI DI DEBITO

In gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro ha segnato un lieve aumento, attestandosi al 10,1 per cento, dal 9,5 per cento del mese precedente (cfr. tavola 3). Questo dato è il risultato delle diverse dinamiche che hanno interessato le varie scadenze. Le emissioni a breve termine hanno continuato a crescere a ritmo sostenuto (25,7 per cento, contro il 27,7 per cento di dicembre), mentre il tasso di variazione di quelle a lungo termine è aumentato lievemente (di 0,8 punti percentuali, all'8,1 per cento). L'emissione di titoli a più lungo termine può essere ulteriormente scomposta in titoli a tasso variabile e a tasso fisso. Il tasso di crescita delle emissioni di titoli a tasso variabile (15,6 per cento) è risultato ancora una volta significativamente maggiore del corrispondente tasso relativo alle emissioni di titoli a tasso fisso (5,3 per cento).

In gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie si è collocato al 6,7 per cento, in lieve calo dal 7,0 per cento di dicembre. Questi dati mostrano che di recente le emissioni di tali società hanno segnato una ripresa significativa rispetto ai modesti livelli di metà 2008. Tuttavia, in una prospettiva leggermente di più lungo termine, l'attuale attività di emissione delle società non finanziarie resta significativamente inferiore rispetto al massimo raggiunto nella seconda metà del 2007, prima dell'acuirsi delle turbolenze nel 2008. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei titoli a lungo termine emessi da queste società è aumentato di 2,6 punti percentuali, al 7,9 per cento, mentre quello relativo ai titoli a breve termine è diminuito considerevolmente, passando dal 16,3 per cento del mese precedente allo 0,5 per cento. Ciò riflette probabilmente anche le difficoltà incontrate dalle società non finanziarie durante la maggior parte del 2008 nel reperire finanziamenti a breve termine, considerato che le emissioni lorde non hanno tenuto il passo dei rimborsi.

In termini di dati destagionalizzati (che meglio si prestano a misurare l'andamento nel breve periodo), in gennaio il tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno delle emissioni di titoli di debito è rimasto invariato al 13,6 per cento. Tale andamento è in gran parte riconducibile a un incremento dell'attività di emissione da parte delle istituzioni finanziarie non monetarie e delle

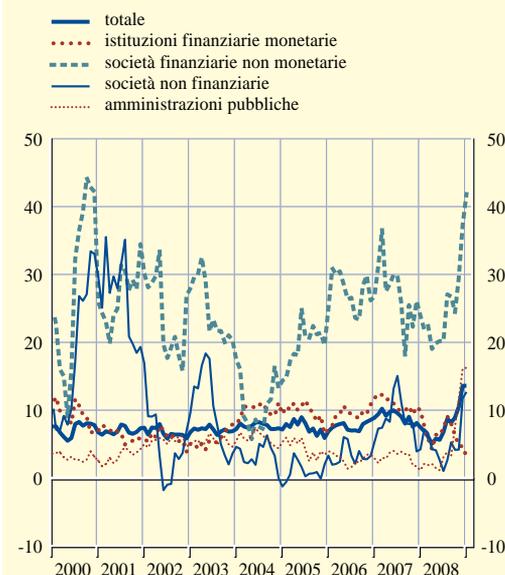
società non finanziarie. Il corrispondente tasso di crescita delle emissioni da parte delle IFM è invece diminuito, producendo un effetto opposto sul dato aggregato (cfr. figura 7).

Per quanto concerne il settore finanziario, il tasso di incremento sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM è lievemente calato al 5,3 per cento in gennaio, dal 5,5 di dicembre. L'emissione di titoli a breve termine, che era risultata sostenuta dall'inizio delle turbolenze finanziarie nell'estate del 2007, è calata al 10,4 per cento, collocandosi così a un livello analogo a quello prevalente agli inizi del 2007. Il tasso di variazione dei titoli a lungo termine emessi dalle IFM è moderatamente diminuito al 4,3 per cento. L'ulteriore flessione delle emissioni di titoli a breve termine da parte delle IFM riflette probabilmente l'ampliamento dei premi per il rischio di credito delle istituzioni finanziarie all'indomani dell'acuirsi della crisi del mercato creditizio dopo il settembre 2008, che è stato solo in parte controbilanciato dall'annuncio di varie misure di sostegno pubblico al settore bancario. L'entità dell'impatto esercitato dall'intensificarsi delle turbolenze finanziarie può essere misurata più accuratamente esaminando i dati destagionalizzati. Quelli a sei mesi segnalano per il mese di gennaio un calo dei tassi di variazione dei collocamenti delle IFM sia a breve che a lungo termine, diminuiti rispettivamente di 3,5 punti percentuali (al 7,3 per cento) e di 1,1 punto percentuale (al 2,4 per cento) rispetto a dicembre.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie è aumentato lievemente in gennaio, al 30,5 per cento, dal 28,5 del mese precedente, confermando il perdurare della robusta attività di emissione in tale settore. Questa rispecchia, in larga misura, l'attività di cartolarizzazione effettuata da società veicolo promosse dalle banche, che continua a essere elevata nonostante l'effettiva paralisi dell'attività di collocamento sul mercato dall'inizio delle turbolenze.

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

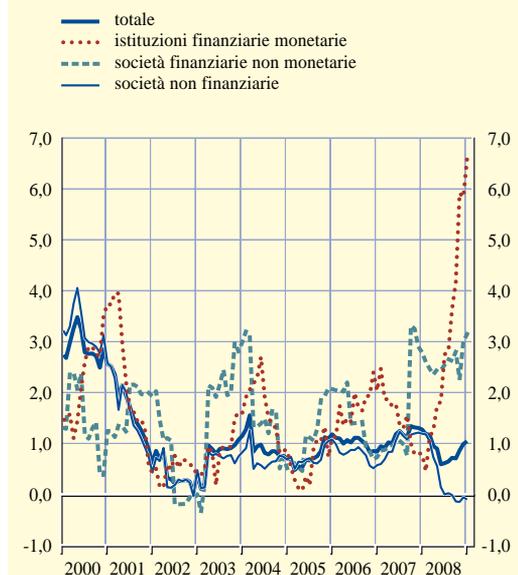
(tassi di crescita semestrali annualizzati; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

(tassi di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche è aumentato significativamente, dall'8,0 per cento di dicembre al 9,2 in gennaio, raggiungendo il livello più elevato dal novembre 1995. L'andamento è ascrivibile alla decisa accelerazione dei titoli di debito a breve termine emessi dalle amministrazioni centrali.

AZIONI QUOTATE

In gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti dell'area dell'euro è stato pari all'1,0 per cento, restando pressoché invariato rispetto al mese precedente (cfr. tavola 3). Nell'ambito del protratto aumento del costo del capitale, il modesto ritmo di espansione osservato rispecchia principalmente un tasso di variazione negativo delle emissioni di azioni quotate da parte di società non finanziarie, rimasto al -0,1 per cento, mentre il tasso di crescita delle emissioni delle IFM è aumentato dal 5,8 al 6,6 per cento, probabilmente di riflesso ai provvedimenti adottati dalle istituzioni dell'area dell'euro al fine di aumentare la propria base patrimoniale a fronte delle ingenti perdite subite sulle consistenze di titoli durante lo scorso anno (cfr. figura 8).

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

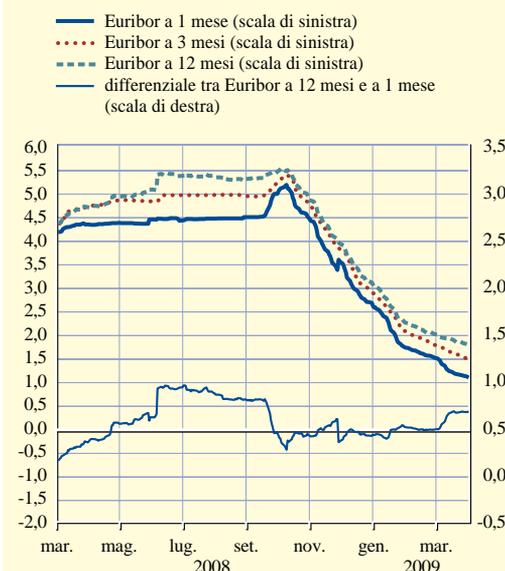
In marzo i tassi del mercato monetario sui depositi privi di garanzia hanno continuato a diminuire e anche quelli sui depositi garantiti sono scesi, ancorché a un ritmo meno sostenuto. Di conseguenza, il differenziale fra i tassi sui depositi non garantiti e quelli garantiti si è ristretto, pur restando ancora relativamente elevato. Nello stesso mese 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 in marzo: il 1° aprile i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente all'1,11, 1,50, 1,66 e 1,80 per cento, ovvero su livelli inferiori di 34, 26, 21 e 18 punti base rispetto ai valori osservati il 5 marzo. La flessione è stata più pronunciata per le scadenze più brevi, con il risultato che il differenziale fra il tasso Euribor a dodici mesi e quello a un mese è aumentato, a 69 punti base il 1° aprile, dai 53 punti base del 5 marzo (cfr. figura 9).

Anche i tassi dei contratti *swap* sull'Eonia sono diminuiti nello stesso periodo, benché a un ritmo più contenuto rispetto ai tassi Euribor. Il calo è in parte riconducibile alla riduzione di 50 punti base dei tassi di interesse di riferimento della BCE decisa il 5 marzo 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

Figura 9 Tassi di interesse del mercato monetario

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



Fonti: BCE e Reuters.

Swap Index è diminuito a livelli analoghi a quelli osservati a metà settembre prima del picco seguito al fallimento di Lehman Brothers a metà ottobre; per la scadenza a tre mesi, il differenziale è sceso da 100 a 81 punti base fra il 5 marzo e il 1° aprile.

Il 1° aprile i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a giugno, settembre e dicembre 2009 si collocavano rispettivamente all'1,230, 1,245 e 1,425 per cento, evidenziando un calo di 24, 23 e 18 punti base rispetto al 5 marzo. Questa modesta flessione riflette in parte le aspettative di diminuzione relative ai futuri tassi di interesse di riferimento della BCE, nonché ulteriori riduzioni del differenziale atteso fra i tassi sui depositi garantiti e non garantiti.

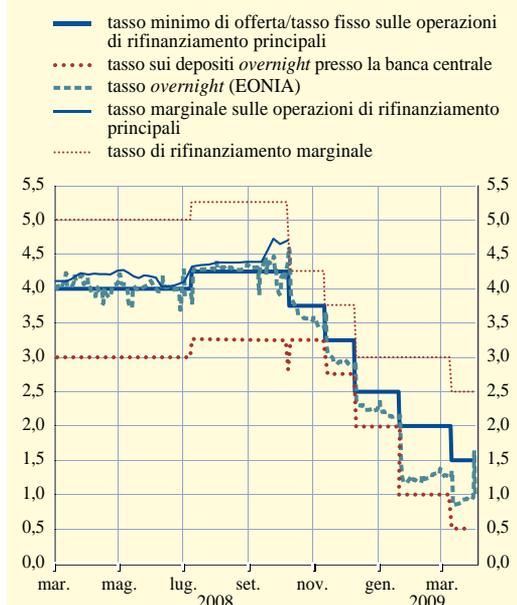
Il 5 marzo il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre i tassi di interesse di riferimento della BCE di 50 punti base, portando il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema all'1,50 per cento nonché quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 2,50 e allo 0,50 per cento.

Durante il periodo di mantenimento delle riserve conclusosi il 10 marzo l'Eonia è rimasto su livelli significativamente inferiori al tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali (collocandosi su un livello compreso fra i 63 e i 77 punti base al di sotto di tale tasso), per effetto dell'ingente erogazione di liquidità in un contesto di piena aggiudicazione degli importi a tasso fisso, in combinazione con il fatto che l'ampiezza del corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti è stata riportata a 200 punti base. Il differenziale medio fra il tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali e l'Eonia è risultato pari a 72 punti base durante il periodo di mantenimento delle riserve. Nel periodo successivo, iniziato il 11 marzo, l'Eonia è diminuito allo 0,85 per cento in seguito alla riduzione di 50 punti base dei tassi di politica monetaria della BCE decisa il 5 marzo. L'11 marzo, tuttavia, il differenziale fra l'Eonia e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali risultava inferiore di 10 punti base rispetto all'inizio del precedente periodo di mantenimento ed è ulteriormente sceso verso la fine del mese. Il 31 marzo l'Eonia ha registrato un'impennata all'1,64 per cento, valore superiore di 14 punti base al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, riflettendo notevoli pressioni di fine trimestre. Il 1° aprile l'Eonia è sceso poi nuovamente ai livelli del 30 marzo, collocandosi allo 0,96 per cento.

A seguito dell'attuale politica di gestione della liquidità dell'Eurosistema, il volume di liquidità offerta al mercato è stato determinato esclusivamente dal comportamento in asta delle controparti. Nelle quattro operazioni di rifinanziamento principali del 3, 17, 24 e 31 marzo, le controparti hanno richiesto 150,6, 111,1, 62,5 e 89,4 miliardi in più dei corrispondenti volumi di riferimento. Nell'operazione condotta il 10

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

marzo, tuttavia, le controparti hanno richiesto 67,7 miliardi in meno del volume di riferimento. In tal modo, le controparti hanno in genere ottenuto liquidità in misura superiore rispetto a quanto necessario per adempiere agli obblighi di riserva.

Il ricorso a depositi presso la banca centrale ha continuato a diminuire nei due periodi di mantenimento delle riserve iniziati l'11 febbraio e l'11 marzo, pur rimanendo relativamente ampio. 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 è rimasto considerevole, collocandosi a 54,5 miliardi di euro fra l'11 marzo e il 1° aprile. Si tratta tuttavia di un valore inferiore alla media di 95,5 miliardi di euro osservata nel precedente periodo di mantenimento. Benché sia prematuro trarre conclusioni definitive, la flessione potrebbe indicare una progressiva normalizzazione delle condizioni nel mercato monetario, come emerge anche dal fatto che i volumi richiesti nelle operazioni di rifinanziamento principali sono stati inferiori rispetto ai recenti periodi di mantenimento delle riserve. Analogamente, il ricorso giornaliero medio alle operazioni di rifinanziamento marginale è diminuito, da 1,6 miliardi di euro del precedente periodo di mantenimento a circa 1,1 miliardi tra l'11 marzo e il 1° aprile.

Il 10 marzo, 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 110,8 miliardi di euro mediante un'operazione d'asta a tasso variabile con un tasso massimo del 2,00 per cento, un tasso marginale dell'1,80 per cento e un tasso medio ponderato dell'1,52 per cento.

Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine del 25 marzo (condotta con piena aggiudicazione dell'importo a un tasso fisso dell'1,50 per cento e con scadenza a tre mesi), l'ammontare assegnato è stato di 28,77 miliardi di euro. In altre operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con varie scadenze, condotte il 10 e l'11 marzo a un tasso fisso dell'1,50 per cento, la BCE ha aggiudicato un totale di 161,23 miliardi di euro, importo superiore ai 133,90 miliardi assegnati nelle corrispondenti operazioni del precedente periodo di mantenimento.

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 di garanzie da esso considerate idonee durante il periodo di mantenimento delle riserve iniziato l'11 marzo, conducendo operazioni con scadenza a una settimana l'11, il 18 e il 25 marzo e il 1° aprile, un'operazione con scadenza a un mese il 10 marzo e un'operazione con scadenza a tre mesi il 24 marzo. La BCE ha anche continuato a fornire 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 marzo i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. In quest'ultimo paese si è avuto un decremento particolarmente marcato in seguito alla dichiarazione di marzo del Federal Open Market Committee (FOMC). I rendimenti reali a lungo termine hanno evidenziato un calo nell'area dell'euro, mentre i tassi di inflazione di pareggio a lungo termine sono risaliti dai bassi livelli di fine febbraio. La volatilità implicita del mercato obbligazionario, scesa più marcatamente negli Stati Uniti che nell'area dell'euro, è rimasta tuttavia su livelli elevati su entrambe le sponde dell'Atlantico.

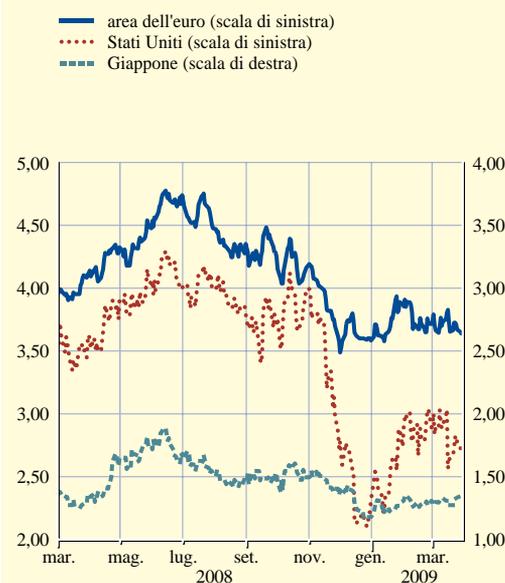
Rispetto a fine febbraio i rendimenti dei titoli di Stato sono diminuiti di 10 punti base nell'area dell'euro, mentre hanno registrato un calo più marcato di 35 punti base negli Stati Uniti. Il 1° aprile i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni si sono collocati al 3,6 per cento nell'area dell'euro e al 2,7 per cento negli Stati Uniti (cfr. figura 11). Di conseguenza, il differenziale fra i tassi di interesse nominali sui titoli decennali degli Stati Uniti e dell'area dell'euro si è ampliato a circa -95 punti base alla fine del periodo in rassegna. In Giappone i rendimenti sui titoli di Stato decennali sono lievemente aumentati, collocandosi il 1° aprile all'1,4 per cento. La volatilità implicita dei mercati obbligazionari è scesa in misura maggiore negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro. Su entrambe le sponde dell'Atlantico è rimasta su livelli elevati, ma alquanto inferiori ai massimi osservati in febbraio.

Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine non hanno mostrato variazioni di rilievo fino a metà marzo. Il 18 marzo, tuttavia, si è registrato un considerevole decremento sul giorno precedente di 50 punti base circa in seguito alla divulgazione della dichiarazione del FOMC; da allora, i rendimenti dei titoli a lungo termine sono aumentati solo lievemente. Nella sua dichiarazione il FOMC comunicava l'intenzione di mantenere il tasso sui *federal funds* su un livello basso compreso tra lo zero e lo 0,25 per cento per un periodo di tempo prolungato nonché di acquistare nei prossimi sei mesi titoli del Tesoro a più lungo termine per un importo fino a 300 miliardi di dollari. Inoltre, dopo l'annuncio del FOMC, la volatilità del mercato obbligazionario statunitense è stata significativamente inferiore rispetto alla prima metà di marzo.

Le variazioni dei rendimenti delle obbligazioni sovrane degli Stati Uniti non si sono propagate in misura considerevole ai rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro. Al contrario, questi ultimi hanno oscillato attorno ai livelli di fine febbraio in un contesto di variazioni solo

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

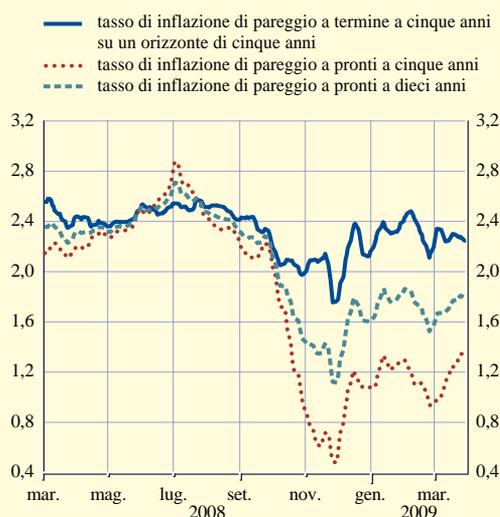
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

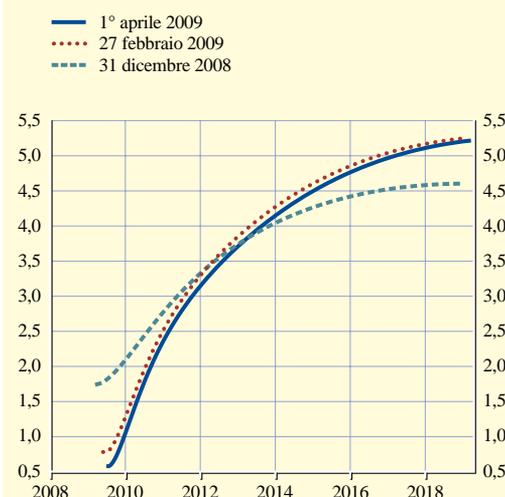
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



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.

moderate, registrando per il periodo in rassegna un calo complessivo di 10 punti base. La riduzione di 50 punti base dei tassi di interesse di riferimento della BCE, decisa il 5 marzo, era ampiamente prevista ed è stata seguita da un lieve decremento dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine. Per la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro si sono ristretti i differenziali dei rendimenti sui titoli di Stato decennali rispetto ai titoli tedeschi corrispondenti, benché tali differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane all'interno dell'area dell'euro siano rimasti in genere elevati. Ciò rifletterebbe ancora principalmente un'accresciuta avversione al rischio da parte degli investitori obbligazionari, in concomitanza con una liquidità insolitamente bassa in alcuni mercati del debito sovrano e con i timori relativi agli oneri di bilancio dei piani di salvataggio.

In marzo i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine indicizzati all'inflazione sono sensibilmente diminuiti nell'area dell'euro. I rendimenti reali a pronti a cinque e dieci anni sono scesi rispettivamente di 45 e 30 punti base all'1,3 e all'1,8 per cento. Nel complesso, l'andamento sarebbe imputabile principalmente a un ulteriore deterioramento delle prospettive macroeconomiche percepite dagli investitori.

Dal momento che i rendimenti nominali a lungo termine non hanno registrato variazioni di rilievo, l'andamento di quelli reali ha determinato un notevole incremento dei tassi di inflazione di pareggio a pronti a cinque e dieci anni, aumentati rispettivamente di circa 45 e 20 punti base. Il 1° aprile si sono collocati rispettivamente all'1,4 e all'1,8 per cento. Allo stesso tempo i tassi a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale, una misura delle attese di inflazione a più lungo termine e dei connessi premi al rischio, sono rimasti sostanzialmente stabili al 2,3 per cento. Il divario fra i tassi di

inflazione di pareggio ricavati dai titoli di Stato indicizzati e quelli ricavati da *swap* hanno registrato oscillazioni significative nel corso di marzo, a indicazione del fatto che le attese di inflazione e i connessi premi al rischio ottenuti da questi strumenti di debito vanno ancora interpretati con cautela.

L'andamento della struttura per scadenza dei tassi di interesse a termine nell'area dell'euro mostra in che modo il comportamento complessivo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine dell'area dell'euro può essere scomposto in variazioni delle aspettative relative ai tassi di interesse (e ai connessi premi al rischio) su diversi orizzonti (cfr. figura 14). Il lieve calo dei rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine rispetto a fine febbraio va ricondotto a una revisione al ribasso dei tassi di interesse a breve termine attesi sugli orizzonti fino a sei mesi (in diminuzione di 15-20 punti base), in concomitanza con decrementi meno significativi delle attese circa i tassi di interesse a più lungo termine.

Nel complesso i differenziali sulle obbligazioni societarie del settore non finanziario sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto ai livelli di fine febbraio. Per quanto riguarda il debito delle società finanziarie con rating più elevato, i differenziali di rendimento sulle obbligazioni hanno registrato una sensibile flessione, mentre sono ulteriormente aumentati i differenziali per il debito con rating più basso. Nel complesso, gli attuali livelli dei differenziali segnalerebbero il protrarsi dei timori degli investitori circa la solidità delle società finanziarie e non finanziarie.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

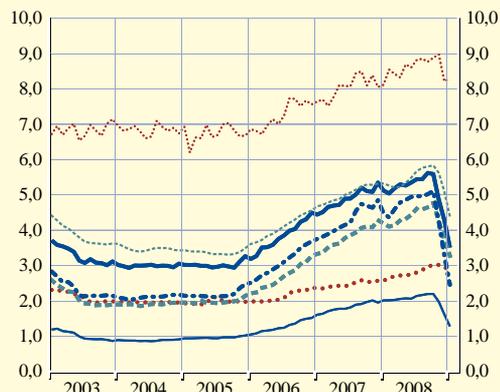
In gennaio quasi tutti i tassi di interesse delle IFM sui nuovi prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie, sia a breve sia a lungo termine, sono stati considerevolmente inferiori rispetto al mese precedente, confermando così la tendenza calante iniziata in novembre. Analogamente, sempre in gennaio è diminuita la maggior parte dei tassi di interesse applicati dalle IFM ai nuovi depositi, in risposta alla flessione dei tassi del mercato monetario e dei rendimenti dei titoli di Stato a medio termine.

In gennaio, 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 significativamente diminuiti (cfr. figura 15). Allo stesso tempo sono calati anche 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. Tali andamenti sono molto probabilmente riconducibili alla pronunciata flessione dei tassi di mercato con scadenze corrispondenti. In risposta alla riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE e alla parziale attenuazione delle

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.

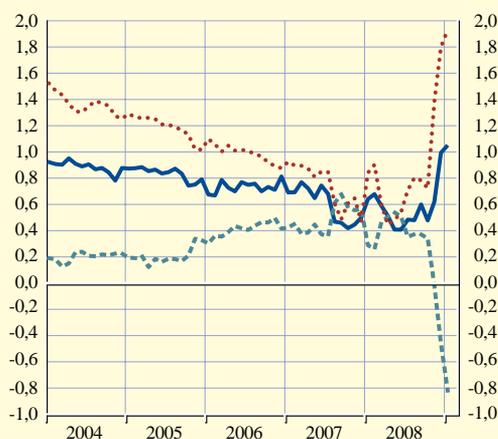
tensioni sui mercati monetari, l'Euribor a tre mesi è considerevolmente diminuito in gennaio. Ciò ha determinato un lieve incremento dei differenziali fra i tassi sui prestiti a breve termine delle IFM e i tassi a breve del mercato monetario, mentre il differenziale fra i tassi di mercato monetario e quelli applicati dalle IFM sui depositi a breve termine è diventato negativo nello stesso mese (cfr. figura 16). Queste variazioni indicano che le riduzioni dei tassi di riferimento hanno iniziato a trasmettersi ai tassi di interesse bancari. Tra settembre e gennaio i tassi di interesse delle IFM sui prestiti di piccola e grande entità alle società non finanziarie sono diminuiti, rispettivamente di 160 e 211 punti base, mentre nello stesso periodo l'Euribor a tre mesi è sceso di 256 punti base.

Andamenti analoghi si sono osservati per i tassi di interesse a più lungo termine delle IFM. In gennaio sono diminuiti quindi tutti i tassi di interesse applicati dalle IFM con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a due anni (cfr. figura 17). Le flessioni sono state particolarmente pronunciate per i tassi sui prestiti a medio termine concessi alle società non finanziarie, mentre il calo dei tassi sui prestiti a lungo termine erogati alle famiglie è stato lievemente più contenuto. Questi andamenti hanno rispecchiato il fatto che le banche hanno iniziato ad adeguarsi alle significative flessioni dei tassi di mercato osservate da settembre. Ad esempio, tra settembre e gennaio, il tasso *swap* dell'area dell'euro a cinque anni è diminuito di circa 160 punti base. In questo contesto, il calo complessivo dei tassi sui prestiti delle IFM tra settembre e gennaio è stato più contenuto, forse per effetto della consueta inerzia nell'adeguamento dei tassi bancari al dettaglio e dell'aumento dei premi per il rischio di credito riconducibile ai timori

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

(differenziali in punti percentuali; tassi sulle nuove operazioni)

- prestiti a società non finanziarie superiori a un milione di euro, a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno
- prestiti per l'acquisto di abitazioni, a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno
- - - - depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno

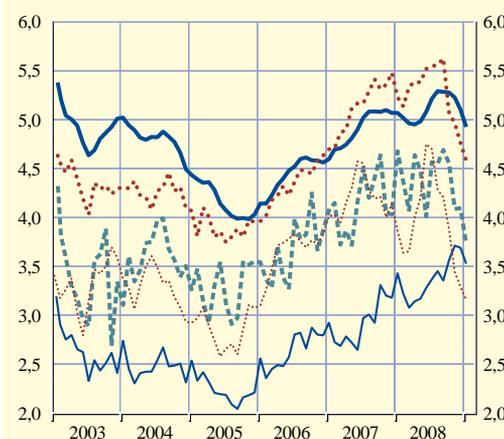


Fonte: BCE.
Nota: per i prestiti, i differenziali sono calcolati sottraendo al tasso sui prestiti il tasso del mercato monetario a tre mesi; per i depositi, sottraendo a quest'ultimo il tasso sui depositi.

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
- prestiti a società non finanziarie superiori al milione di euro con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni
- - - - depositi di società non finanziarie con durata prestabilita oltre due anni
- depositi delle famiglie con durata prestabilita oltre due anni
- rendimenti sui titoli di Stato a cinque anni



Fonte: BCE.

circa le prospettive per le posizioni di bilancio dei prenditori di prestiti bancari. Nel contempo, in gennaio sono calati anche i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi a lungo termine delle famiglie.

Quanto all'andamento dei margini tra prestiti e depositi, una misura della capacità delle banche dell'area dell'euro di generare utili da interessi, essi si sono ristretti sia sui tassi applicati agli importi in essere sia su quelli relativi alle nuove operazioni. Gli ultimi dati disponibili per gennaio riguardanti il margine sui tassi riferiti alle nuove operazioni mostrano un protrarsi della flessione iniziata a ottobre, per effetto del netto calo dei tassi applicati dalle IFM ai nuovi prestiti alle imprese. In gennaio è diminuito anche il margine tra prestiti e depositi sugli importi in essere, ma in misura minore a causa delle flessioni più contenute nei tassi applicati dalle IFM sui depositi per gli importi in essere.

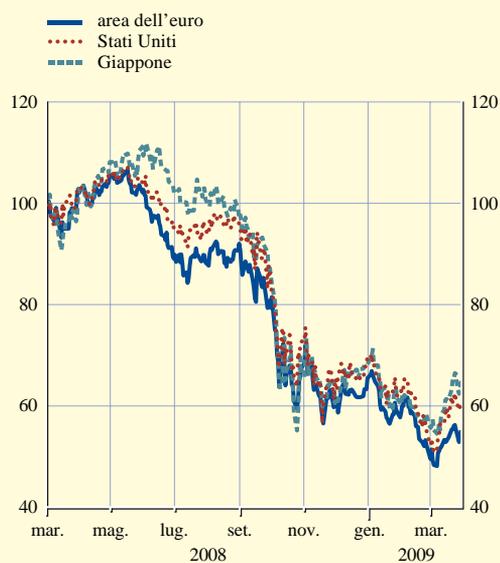
2.6 MERCATI AZIONARI

Fra la fine di febbraio e il 1° aprile i corsi azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono aumentati rispettivamente del 5 e 10 per cento. Le quotazioni sono state sostenute dall'annuncio del Tesoro statunitense del programma di investimenti a favore del partenariato pubblico-privato ("Public-Private Partnership Investment Program"), percepito positivamente dagli investitori. Anche la diminuzione dei tassi di interesse reali ha esercitato un impatto favorevole sui prezzi delle azioni su entrambe le sponde dell'Atlantico. Allo stesso tempo, tuttavia, gli utili delle società quotate hanno registrato un ulteriore netto calo. La volatilità dei mercati azionari è rimasta su livelli estremamente elevati, rispecchiando l'incertezza circa l'entità e la durata della recessione su entrambe le sponde dell'Atlantico.

Tra la fine di febbraio e gli inizi di aprile, i corsi azionari mondiali sono aumentati significativamente. Nel complesso, le quotazioni azionarie dell'area dell'euro, misurate dall'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx, sono aumentate del 5 per cento, mentre quelle degli Stati Uniti, misurate dall'indice Standard and Poor's 500, sono salite del 10 per cento fra la fine di febbraio e il 1° aprile (cfr. figura 18). Nello stesso periodo, i prezzi delle azioni in Giappone, misurati dall'indice Nikkei 225, sono aumentati del 10 per cento. L'incertezza del mercato azionario a breve termine, misurata dalla volatilità implicita desumibile dai prezzi delle opzioni, è moderatamente diminuita a livello mondiale. Alla fine del periodo in esame, l'incertezza, seppur ancora elevata in termini storici, era nettamente inferiore ai massimi osservati nell'autunno del 2008 (cfr. figura 19). È inoltre diminuita solo lievemente la volatilità attesa su un orizzonte di due anni per le azioni comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx 50, suggerendo che l'incertezza degli operatori di mercato in merito all'anda-

Figura 18 Indici dei corsi azionari

(indice: 1° marzo 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.

mento dei mercati azionari è rimasta piuttosto elevata, anche nel medio termine.

Nel periodo in esame, il maggiore impulso ai corsi azionari si è avuto nel settore bancario, il cui indice corrispondente è aumentato del 17 per cento nell'area dell'euro e del 23 per cento negli Stati Uniti. L'andamento riflette principalmente i segnali positivi sui profitti inviati da alcune banche statunitensi a metà marzo e l'annuncio da parte del Tesoro statunitense del programma di investimenti a favore del partenariato pubblico-privato ("Public-Private Partnership Investment Program") mirato ad aiutare il sistema finanziario statunitense per far fronte alle ripercussioni dei *legacy loans* e dei *legacy securities* sul bilancio delle istituzioni finanziarie. Inoltre, anche la flessione dei tassi di interesse reali nel paese ha verosimilmente concorso all'incremento dei corsi azionari.

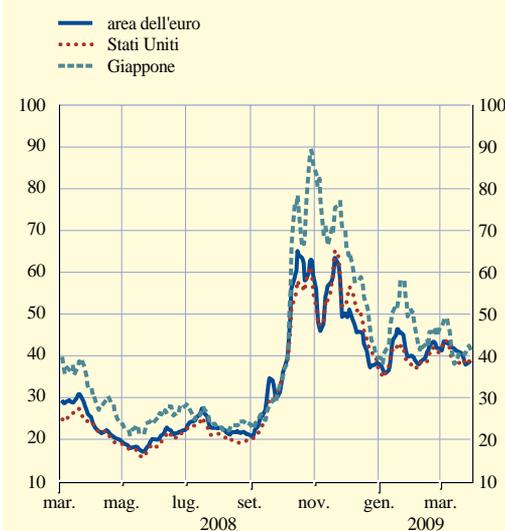
A fronte delle notizie menzionate, i prezzi delle azioni nell'area dell'euro hanno parimenti evidenziato un marcato aumento, anche se più contenuto rispetto a quello registrato negli Stati Uniti. In una prospettiva settoriale, il notevole incremento dei prezzi delle azioni del settore bancario dell'area dell'euro è stato accompagnato da un aumento meno sostenuto dei corsi azionari delle società non finanziarie quotate, pari al 2 per cento. Anche nell'area dell'euro il calo dei tassi di interesse reali ha sostenuto i prezzi delle azioni, mentre i premi per il rischio richiesti dagli investitori sono rimasti su livelli elevati, esercitando un effetto frenante sulle quotazioni. Ciò è in linea con i risultati dell'indagine *Fund Manager Survey* di marzo condotta da Merrill Lynch, che ha però mostrato un ulteriore calo della propensione al rischio per quanto concerne le azioni.

Gli andamenti degli utili sia attesi sia effettivi hanno presentato un quadro nel complesso negativo della redditività delle società quotate dell'area dell'euro. La crescita sui dodici mesi degli utili effettivi per azione per le società che compongono l'indice Dow Jones Euro Stoxx ha toccato in marzo il -31 per cento, dopo il -27 di febbraio. La variazione attesa degli utili per azione su un orizzonte di dodici mesi è diventata negativa in marzo al -2 per cento, dopo il +2 di febbraio.

Gli andamenti degli utili in marzo hanno nuovamente presentato differenze notevoli fra i vari settori. Mentre il tasso di variazione sui dodici mesi degli utili per azione nel settore non finanziario è stato del -23 per cento, le società quotate del comparto finanziario hanno registrato una flessione sul periodo corrispondente degli utili per azione superiore al 60 per cento. A fronte di tale contesto, gli analisti si attendono che gli utili per azione in questo comparto registrino un recupero dell'ordine del 32 per cento durante il prossimo anno, mentre gli utili attesi per azione delle società non finanziarie scenderebbero ulteriormente dell'11 per cento.

Figura 19 Volatilità implicita dei mercati azionari

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



Fonte: Bloomberg.

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

L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA IN EUROPA: PRINCIPALI RISULTATI DEL RAPPORTO 2009

All'inizio di aprile la BCE ha diffuso il terzo numero del rapporto sull'integrazione finanziaria in Europa¹⁾, al fine di contribuire al progresso dell'integrazione finanziaria europea. Il rapporto mira altresì a sensibilizzare l'opinione pubblica sul ruolo dell'Eurosistema nel raggiungimento di tale obiettivo dell'Unione Europea. Il rapporto fornisce una valutazione, basata su un insieme di indicatori statistici, dello stato dell'integrazione finanziaria in Europa. Inoltre, presenta alcune analisi approfondite su aspetti specifici connessi al processo di integrazione finanziaria, oltre a tracciare un quadro generale delle principali iniziative dell'Eurosistema poste a sostegno di tale processo durante l'anno passato.

Il presente riquadro riporta in sintesi i principali risultati del rapporto di quest'anno, dedicato in prevalenza agli effetti della recente crisi finanziaria sul processo di integrazione finanziaria. Il riquadro inoltre esamina altri due argomenti specifici: il ruolo degli investitori istituzionali nel rafforzamento dell'integrazione finanziaria nell'area dell'euro e la rilevanza delle piccole e medie imprese e delle giovani imprese innovative per l'economia europea.

Le evidenze preliminari disponibili suggeriscono che la crisi finanziaria ha influito in vari modi sull'integrazione finanziaria nell'area dell'euro. Il rapporto contiene informazioni e analisi statistiche che illustrano l'impatto della crisi finanziaria su alcuni segmenti strategici del sistema finanziario europeo. Il rapporto di quest'anno tratta anche alcuni aspetti dello sviluppo del mercato finanziario. Normalmente l'integrazione finanziaria e lo sviluppo del mercato finanziario sono complementari e si rafforzano reciprocamente, in quanto l'integrazione contribuisce a diffondere le innovazioni finanziarie oltre le frontiere nazionali e lo sviluppo del mercato finanziario a sua volta contribuisce a superare sia le imperfezioni dei mercati stessi sia gli ostacoli transfrontalieri che si frappongono a una piena integrazione. Tuttavia, l'esperienza acquisita con l'attuale crisi ha dimostrato che alcune innovazioni finanziarie (come determinati tipi di cartolarizzazioni condotte attraverso la creazione di strutture fuori bilancio di notevoli dimensioni) possono essere attuate con modalità che diminuiscono la trasparenza e incentivano una eccessiva assunzione di rischi, ostacolando in ultima analisi la stessa integrazione finanziaria. E' necessaria una certa cautela prima di giungere a conclusioni definitive, dato che la crisi è ancora in fase evolutiva. Comunque appare chiaro che, nonostante le iniziative intraprese a livello nazionale e internazionale per ristabilire il corretto funzionamento del settore finanziario, è necessario mantenere un atteggiamento molto vigile per preservare e rafforzare ulteriormente l'integrazione dei mercati finanziari in Europa. L'Eurosistema continua a seguire con estrema attenzione l'andamento dei mercati sui quali è intervenuto attivamente, assicurando costante disponibilità di liquidità al settore bancario e contribuendo al funzionamento dei mercati monetari.

L'impatto della crisi finanziaria sull'integrazione finanziaria nell'area dell'euro

Il rapporto ha esaminato in particolare se e in che misura la crisi finanziaria mondiale in atto dalla metà del 2007 ha determinato, o potrebbe determinare, un arretramento dei mercati finanziari entro i confini nazionali e quindi un'inversione del processo di integrazione finanziaria in

1) BCE, *Financial integration in Europe*, aprile 2009.

Europa. Le evidenze disponibili presentate nel rapporto indicano che la crisi finanziaria ha fortemente influenzato l'integrazione sia del mercato monetario sia di quello dei titoli di Stato, mentre il livello di integrazione in altri segmenti di mercato (obbligazioni societarie, titoli azionari e prodotti bancari al dettaglio) è stato finora interessato in misura minore o nulla.

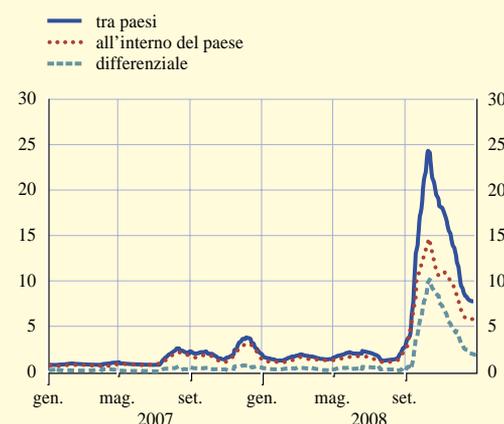
I tradizionali indicatori di integrazione - come le deviazioni standard dei tassi del mercato monetario fra i paesi o degli *spread* tra titoli di Stato - hanno registrato un evidente deterioramento durante il 2008 e sono peggiorati chiaramente negli ultimi mesi dell'anno. Si può valutare in che misura queste disfunzioni generali del mercato hanno determinato un arretramento entro i confini nazionali esami-

nando i diversi effetti delle turbolenze sui mercati nazionali e transfrontalieri. Una prima indicazione di tali effetti sull'integrazione del mercato monetario dei depositi privi di garanzia si può desumere dall'indagine annuale *Euro Money Market Survey*²⁾ condotta dalla BCE, da cui risulta che la quota sui prestiti complessivi del volume medio giornaliero di prestiti non garantiti alle controparti nazionali è aumentato dal 27,7 per cento nel 2007 al 31,8 nel 2008 (secondo trimestre). Nel contempo, la quota di transazioni con altre controparti nell'area dell'euro è diminuita dal 51,2 per cento nel 2007 al 47,4 nel 2008 (secondo trimestre). Pertanto, ci sono segnali di un lieve calo dell'integrazione del mercato monetario dei depositi privi di garanzia. Conclusioni analoghe si raggiungono analizzando l'andamento dei tassi del mercato monetario. La figura A relativa all'EURIBOR mette in rapporto la deviazione standard complessiva dei tassi del mercato monetario nell'area dell'euro con la media delle deviazioni standard nei singoli paesi. Gli indicatori mostrano che la dispersione fra paesi è stata superiore a quella al loro interno nel periodo di massima turbolenza nei mercati finanziari (tra settembre e novembre 2008), ma anche che il *gap* si è ridotto verso la fine dell'anno, pur rimanendo apprezzabile³⁾.

Analogamente ai mercati monetari, anche quelli dei titoli di Stato hanno evidenziato chiari segnali di tensione durante le turbolenze, pur avendo beneficiato della riallocazione dei portafogli verso attività ritenute più sicure (cosiddetta *flight to safety*), quando gli investitori hanno cercato di ridurre la propria esposizione al rischio. Con l'acuirsi delle turbolenze nell'autunno del 2008, c'è stato un incremento della dispersione dei rendimenti fra paesi, riconducibile in parte potrebbe alle condizioni di liquidità divenute più difficili nel frattempo, nonché alla maggiore incertezza e alle variazioni nell'apprezzamento del rischio e dei premi per il

Figura A Deviazione standard dell'Euribor a un mese

(punti base)



Fonte: European Banking Federation ed elaborazioni della BCE.

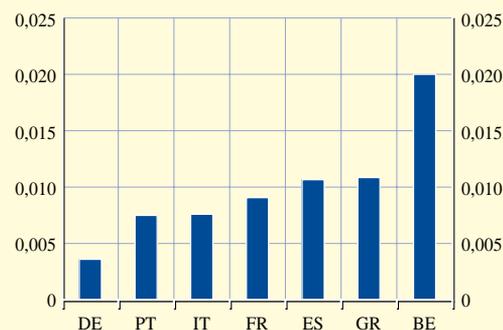
2) BCE, *Euro Money Market Survey*, settembre 2008.

3) Sia i segmenti garantiti che quelli non garantiti (EURIBOR ed EUREPO a un mese/12 mesi) mostrano andamenti simili. Inoltre, i dati forniti dalla piattaforma elettronica italiana e-MID indicano che le turbolenze potrebbero aver rafforzato il sistema a due livelli del mercato monetario: il mercato interbancario transfrontaliero è dominato da istituti bancari con elevata affidabilità creditizia, che possono applicare reciprocamente tassi inferiori, mentre sul mercato nazionale operano banche più piccole che devono confidare sulla liquidità fornita dalle controparti internazionali.

rischio. Dal punto di vista dell'integrazione finanziaria, si possono fornire diverse spiegazioni a tale incremento. Da un lato, potrebbe indicare una accresciuta segmentazione del mercato. Dall'altro lato, l'incremento sarebbe anche in linea con alcune ipotesi connesse alle variazioni dei fondamentali di mercato, quali una ridefinizione del prezzo del rischio di credito per riflettere le differenze relative tra il merito di credito degli emittenti sovrani. A tale riguardo, il rapporto contiene un semplice esercizio econometrico per quantificare gli effetti dei rischi di credito e quelli di liquidità sugli *spread* dei titoli di Stato prima e dopo l'inizio delle turbolenze. Utilizzando per i primi la differenza tra i premi dei *credit default swap* (CDS) a cinque anni sui titoli di Stato rispetto ai premi dei CDS sui titoli di Stato tedeschi e per i secondi la media degli *spread* denaro-lettera sulle obbligazioni sovrane a lungo termine, le evidenze disponibili mostrano che il rischio di credito è rimasto significativo, mentre i timori circa la liquidità sembrano essersi acuiti in alcuni paesi durante le turbolenze⁴⁾. In particolare, nel 2008 si è osservato un generale ampliamento degli *spread* denaro-lettera rispetto all'anno precedente, a conferma della scarsità di liquidità durante le turbolenze (cfr. figura B). Gli *spread* denaro-lettera hanno registrato variazioni minime in Germania, mentre in altri paesi sono stati influenzati notevolmente.

Figura B Variazioni del differenziale medio denaro-lettera nel periodo 2007-2008

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Reuters e BCE.

Note: media dei differenziali denaro-lettera, dati giornalieri sulle obbligazioni sovrane a lungo termine (prezzi di chiusura, rilevazione puntuale alle ore 18.00) calcolati nel 2007 e nel 2008. I dati del 2008 relativi alla Francia non sono esaustivi e vanno pertanto interpretati con riserva.

Investitori istituzionali e integrazione finanziaria

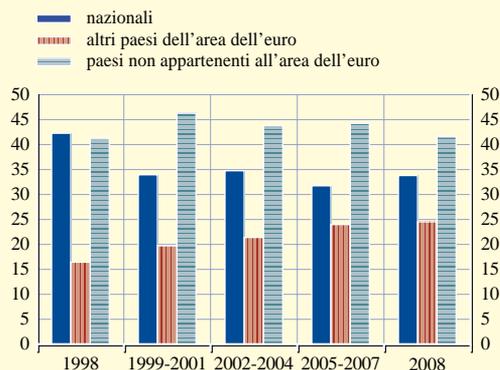
Il rapporto contiene anche un'analisi sulla rilevanza degli investitori istituzionali nell'area dell'euro. Gli investitori istituzionali – fondi di investimento, compagnie di assicurazione e fondi pensione – sono importanti depositari della ricchezza delle famiglie insieme alle banche (che rimangono i principali intermediari) e sono azionisti di riferimento di società e banche. Il ruolo crescente svolto dagli investitori istituzionali ha contribuito in modo significativo all'integrazione dei mercati dei valori mobiliari, poiché questi investitori in genere gestiscono portafogli ben diversificati nei vari paesi. L'introduzione dell'euro e gli interventi di politica economica tesi alla creazione del mercato unico (come l'attenuazione dei vincoli sui portafogli dei fondi pensione) hanno accresciuto la portata e ridotto i costi degli investimenti in altri paesi dell'area sia per i singoli investitori che per quelli istituzionali. Di fatto, le evidenze presentate nel rapporto mostrano che dal 1998 il principale cambiamento nei portafogli degli investitori istituzionali è stato il notevole incremento della quota di attività di altri paesi dell'area (cfr. figura C).

Tali andamenti hanno risentito della crisi finanziaria in atto. I dati disponibili suggeriscono che il valore complessivo delle attività gestite dagli investitori istituzionali – in particolare i fondi di investimento – si è ridotto notevolmente negli ultimi trimestri. Pertanto, gli investitori isti-

4) Per informazioni più dettagliate, cfr. tavola 1 nel rapporto, pag. 38.

Figura C Azioni e altre partecipazioni detenute dai fondi d'investimento dell'area dell'euro

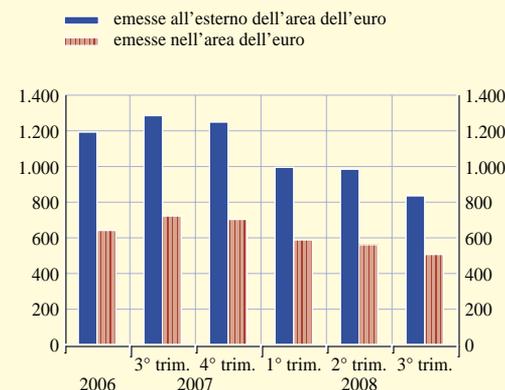
(in percentuale delle attività totali; rilevazione di fine d'anno o media del periodo)



Fonte: BCE.
Nota: i dati si riferiscono ad "azioni e altri titoli di capitale", che comprendono le quote dei fondi comuni d'investimento.

Figura D Azioni e altre partecipazioni detenute dai fondi d'investimento dell'area dell'euro

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.
Nota: i dati si riferiscono ad "azioni e altri titoli di capitale", che comprendono le quote dei fondi comuni d'investimento.

tuzionali hanno visto diminuire la loro importanza relativa rispetto alle banche quali detentori della ricchezza della famiglie. La figura D tuttavia mostra che la riduzione più significativa di investimenti azionari dall'estate 2007 è riconducibile ai titoli emessi all'esterno dell'area. Al confronto, il calo degli investimenti in azioni emesse in altri paesi dell'area è stato relativamente contenuto.

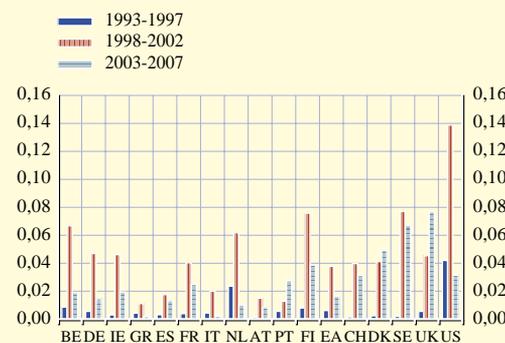
Queste variazioni rispecchiano sia effetti di valutazione sia prelievi di fondi da parte delle famiglie che hanno riequilibrato i loro portafogli alla luce della crisi finanziaria. Nel più lungo periodo, è presumibile che i fattori strutturali si impongano nuovamente e gli investitori istituzionali riprendano a contribuire in maniera significativa all'integrazione finanziaria nell'area dell'euro.

Il finanziamento delle piccole e medie imprese e delle giovani imprese innovative in Europa

Il rapporto infine analizza le caratteristiche finanziarie e le condizioni relative a due categorie di società non finanziarie nell'area dell'euro: le piccole e medie imprese e le giovani imprese innovative. Le piccole e medie imprese assorbono circa due terzi dell'occupazione europea e la loro dipendenza dai finanziamenti bancari ne fa un elemento rilevante per la conduzione della politica monetaria; le giovani imprese innovative invece contribuiscono in larga misura all'innovazione e alla crescita in Europa. Il rapporto evidenzia che sia le piccole e medie imprese sia le giovani imprese innova-

Figura E Finanziamento tramite capitale di ventura (fase iniziale dell'investimento)

(percentuali del PIL; per paese di gestione)



Fonti: European Private Equity and Venture Capital Association, PricewaterhouseCoopers ed Eurostat.
Nota: EA sta a indicare l'area dell'euro.

tive sono tendenzialmente sottoposte a vincoli finanziari più stringenti rispetto alle grandi società; tale caratteristica potrebbe avere effetti negativi sulla loro capacità di investire sia in beni capitali sia in ricerca e sviluppo, ostacolandone gli sforzi innovativi e le prospettive di crescita.

Inoltre, il rapporto esamina in quale misura il capitale di rischio (*venture capital*) possa allentare i vincoli finanziari che gravano sugli sforzi di innovazione delle giovani imprese innovative e delle piccole e medie imprese. Nonostante negli anni recenti il ricorso al capitale di rischio nelle fasi iniziali abbia assunto maggiore rilevanza in Europa, tale canale di finanziamento rimane ancora in una fase embrionale in diversi paesi dell'area, come mostra la figura E. Il rapporto sostiene che le differenze tra i vari paesi sono determinate dai vincoli posti alla disponibilità del capitale di rischio e che le politiche economiche per migliorare la struttura dei mercati del credito e stimolare il settore del *venture capital* in Europa potrebbero essere iniziative valide per agevolare l'accesso ai finanziamenti delle piccole e medie imprese e delle giovani imprese innovative.

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC sarebbe diminuita ulteriormente allo 0,6 per cento in marzo, dall'1,2 di febbraio. Il calo dell'inflazione in atto dalla scorsa estate è riconducibile principalmente alla netta flessione dei prezzi delle materie prime a livello mondiale durante questo periodo. Inoltre, vi sono numerosi segnali di una riduzione più generalizzata delle spinte inflazionistiche.

Gli effetti base connessi ai passati andamenti dei corsi energetici avranno un ruolo significativo nella dinamica a più breve termine dello IAPC. Di conseguenza, nei prossimi mesi l'inflazione complessiva tendenziale dovrebbe scendere ancora e raggiungere temporaneamente livelli negativi verso la metà dell'anno. In seguito, i tassi di inflazione riprenderebbero ad aumentare. I rischi per questo scenario sono sostanzialmente bilanciati.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat l'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC sarebbe scesa allo 0,6 per cento in marzo, dall'1,2 di febbraio (cfr. tavola 4). Sebbene non siano state ancora diffuse le stime ufficiali dei dati disaggregati per marzo, le evidenze disponibili suggeriscono che effetti base avrebbero esercitato un impatto al ribasso sulle componenti energetica, alimentare e dei servizi.

La scomposizione dei dati di febbraio indica che, al netto degli alimentari trasformati, il tasso di crescita sui dodici mesi di tutte le principali componenti dell'indice è aumentato o è rimasto invariato (cfr. figura 20). La dinamica dei prezzi dei beni energetici (a -4,9 per cento) in febbraio è stata meno negativa rispetto a gennaio, principalmente a causa di un incremento sul mese precedente. Quest'ultimo a sua volta ha rispecchiato un aumento dei prezzi della benzina, compensato in parte da una diminuzione di quelli di due voci energetiche: combustibili per riscaldamento e gas. Il calo delle quotazioni del gas sul mese precedente fa seguito a un incremento dei prezzi per 16 mesi consecutivi e riflette gli effetti ritardati della passata flessione dei corsi petroliferi.

Il tasso di crescita annuale dei prezzi degli alimentari freschi è salito al 3,3 per cento in febbraio, dal 2,6 di gennaio, a causa di un'accelerazione dei prezzi degli ortaggi determinata da fattori stagionali.

Tavola 4 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2007	2008	2008 ott.	2008 nov.	2008 dic.	2009 gen.	2009 feb.	2009 mar.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	2,1	3,3	3,2	2,1	1,6	1,1	1,2	0,6
Beni energetici	2,6	10,3	9,6	0,7	-3,7	-5,3	-4,9	.
Alimentari non trasformati	3,0	3,5	3,4	2,8	2,8	2,6	3,3	.
Alimentari trasformati	2,8	6,1	5,1	4,2	3,5	2,7	2,0	.
Beni industriali non energetici	1,0	0,8	1,0	0,9	0,8	0,5	0,7	.
Servizi	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,4	2,4	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,7	5,9	6,0	2,9	1,2	-0,6	.	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	52,8	65,9	55,2	43,1	32,1	34,3	34,6	36,5
Prezzi delle materie prime non energetiche	9,2	4,4	-7,4	-7,7	-17,1	-20,7	-24,5	.

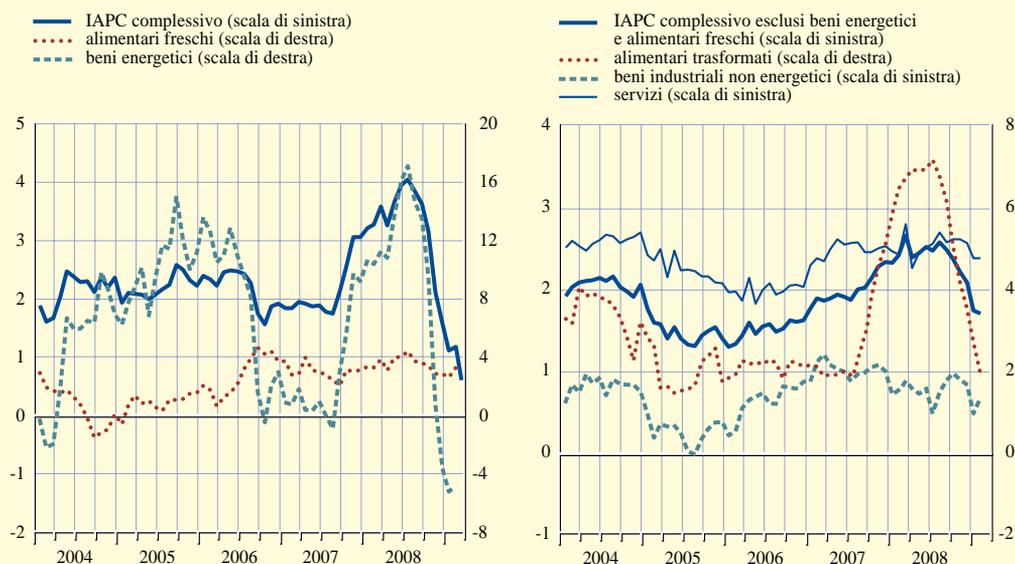
Fonti: Eurostat, HWWI ed elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream.

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

1) Il dato sullo IAPC di marzo 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.

In febbraio la dinamica dei prezzi degli alimentari trasformati ha continuato l'andamento flettente, scendendo di 0,7 punti percentuali al 2,0 per cento. Questo rallentamento ha rispecchiato un ulteriore consistente effetto base connesso ai forti rincari degli alimentari di un anno fa, in particolare di pane e cereali, prodotti caseari, olii e grassi.

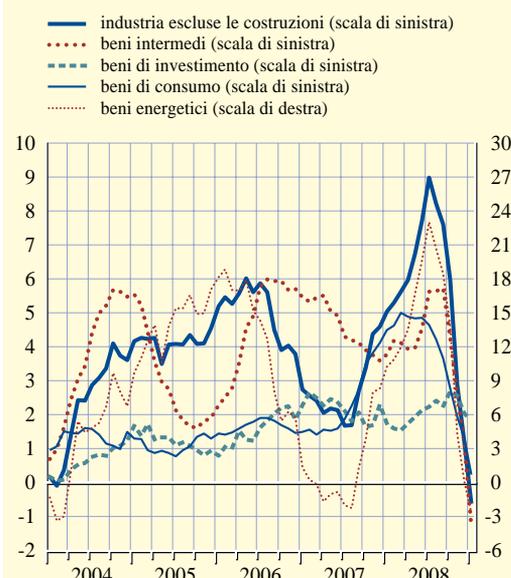
Al netto delle voci alimentari ed energetiche, che costituiscono il 30 per cento del paniere dello IAPC, l'inflazione è aumentata all'1,7 per cento in febbraio, dall'1,6 del mese precedente, a seguito di una ripresa della crescita dei prezzi dei beni industriali non energetici, salita allo 0,7 per cento dallo 0,5 di gennaio. Questa accelerazione è stata sospinta principalmente dalla dinamica dei prezzi dell'abbigliamento e delle calzature, che in febbraio, dopo i forti ribassi di gennaio, ha segnato un incremento sul mese precedente superiore a quello osservato dodici mesi prima, in parte compensato da un rallentamento dei prezzi delle autovetture. Per contro, in febbraio la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei servizi è rimasta invariata al 2,4 per cento, con variazioni relativamente contenute nei vari sottosettori. In particolare, la dinamica dei prezzi sia del trasporto passeggeri per via aerea sia dei ristoranti ha mantenuto un andamento flettente perché si sono attenuati gli effetti indiretti connessi ai passati andamenti dei corsi delle materie prime. Tali flessioni, tuttavia, sono state compensate dai modesti rialzi in alcuni sottosettori.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Negli ultimi mesi le spinte inflazionistiche lungo la filiera produttiva sono calate dopo aver raggiunto livelli molto elevati nell'estate dello scorso anno. La crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è scesa dall'1,2 per cento in dicembre a -0,6 di gennaio: la prima rilevazione negativa dal luglio 2002. Il dato di gennaio risponde a un nuovo

Figura 21 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

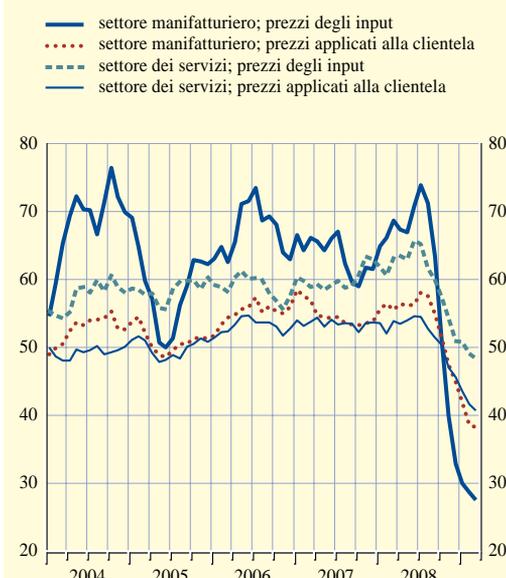
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



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)



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.

criterio di classificazione (NACE Revision 2) e riflette il cambiamento dell'anno base dal 2000 al 2005. Il riquadro 4 illustra l'aggiornamento della classificazione e le principali variazioni dovute al nuovo anno base, che hanno influenzato diverse rilevazioni statistiche congiunturali.

Il calo dell'inflazione alla produzione in gennaio è il risultato di una flessione che ha interessato tutte le componenti, in particolare i beni energetici e intermedi, a causa del rallentamento dei prezzi dell'energia e delle materie prime industriali. In gennaio la crescita sui dodici mesi della componente energetica è diminuita a -2,7 per cento, dallo 0,1 di dicembre, in seguito a un ulteriore calo sul mese precedente e a un effetto base. Al netto dell'energia (e delle costruzioni), l'inflazione alla produzione è rimasta lievemente positiva, pur diminuendo marcatamente rispetto al valore massimo raggiunto nel luglio 2008. In gennaio il tasso di variazione dei prezzi dei beni intermedi è calato a -1,0 per cento, a causa di un effetto base e di un'ulteriore flessione sul mese precedente, così come la dinamica dei prezzi dei beni di investimento, scesa all'1,9 per cento. Agli stadi successivi della produzione il tasso di variazione dei prezzi dei beni di consumo è diminuito notevolmente, allo 0,2 per cento, principalmente a causa di un rallentamento dei prezzi dei beni non durevoli, che a sua volta ha rispecchiato un sensibile calo dei prezzi degli alimentari (cfr. figura 21).

I dati recenti desunti dalle indagini sul processo di formazione dei prezzi da parte delle imprese suggeriscono che le spinte inflative sulla filiera produttiva sono rimaste contenute nei primi mesi dell'anno (cfr. figura 22). In base all'ultimo indice dei responsabili degli acquisti, tutti gli indicatori dei prezzi sono calati ulteriormente tra febbraio e marzo, anche se a tassi inferiori, in quanto alcune quotazioni delle materie prime si stanno stabilizzando.

RECENTI MODIFICHE ALLE STATISTICHE CONGIUNTURALI

A partire dal 2009 come periodo di riferimento, i dati riguardanti gli indicatori economici che ricadono nel regolamento relativo alle statistiche congiunturali¹⁾ seguiranno la nuova classificazione delle attività economiche, “NACE²⁾ Revisione 2”³⁾. Allo stesso tempo l’anno base per tali statistiche è stato cambiato dal 2000 al 2005. Il presente riquadro spiega la classificazione aggiornata e le principali variazioni dovute all’introduzione del nuovo anno base.

Aggiornamento della classificazione delle attività economiche

La classificazione delle attività economiche “NACE” costituisce il quadro di riferimento obbligatorio per un’ampia gamma di statistiche europee, fra cui i dati di contabilità nazionale, le statistiche congiunturali e quelle sul mercato del lavoro⁴⁾. La classificazione NACE è del tutto conforme allo standard internazionale di classificazione industriale di tutte le attività economiche (*International Standard Industrial Classification of all Economic Activities*, ISIC).

Occasionalmente è necessario aggiornare le classificazioni statistiche per tener conto di nuove attività economiche e prodotti. L’ultimo aggiornamento importante della NACE si è avuto nel 1990. La NACE Revisione 2 sarà attuata in maniera coordinata per tutte le statistiche pertinenti e tutti i paesi dell’UE tra il 2008 e il 2011. A partire dal gennaio 2009 quale periodo di riferimento la nuova NACE è applicata alle statistiche congiunturali mensili dei prezzi alla produzione nell’industria, della produzione (nel settore manifatturiero e in quello delle costruzioni), del fatturato del commercio al dettaglio e dei nuovi ordini industriali. Allo stesso tempo, i dati per i periodi precedenti sono stati riclassificati laddove possibile. Le ultime statistiche oggetto di riclassificazione saranno i dati di contabilità nazionale, nel settembre 2011.

Benché le regole basilari di classificazione (attribuzione delle unità statistiche sulla base dell’attività principale che genera valore aggiunto) restino invariate, sono state create 101 ulteriori voci al livello più dettagliato di catalogazione per comprendere forme diverse di produzione e settori emergenti. L’aumento più rimarchevole riguarda i comparti dei servizi, conseguenza della loro accresciuta importanza e del loro contributo innovativo alle economie moderne. Ad esempio, la nuova sezione NACE *Servizi di alloggio e di ristorazione* copre nuove attività come quelle di ristorazione mobile e catering per eventi. Quanto al settore manifatturiero, sono state create alcune nuove voci a livello aggregato, come *Fabbricazione di computer e prodotti di elettronica e ottica* che meglio rispecchia le attività ad alta tecnologia rispetto alla precedente categoria *Fabbricazione di macchine per ufficio, di elaboratori e sistemi informatici*. Inoltre, la voce *Riparazione e installazione di macchine e apparecchiature*, che in precedenza rientrava nella fabbricazione della corrispondente tipologia di strumenti, costituisce ora una categoria NACE distinta. La nuova sezione *Servizi di informazione e comunicazione* racchiude le attività che comportano la produzione e distribuzione

1) Regolamento (CE) n. 1165/98 del Consiglio, del 19 maggio 1998, relativo alle statistiche congiunturali.

2) “NACE” deriva dal titolo francese “Nomenclature générale des Activités économiques dans les Communautés Européennes”, la classificazione statistica delle attività economiche nelle Comunità europee.

3) Ulteriori informazioni sull’introduzione della NACE Revisione 2 sono reperibili nel sito Internet dell’Eurostat all’indirizzo: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=3233,73049386&_dad=portal&_schema=PORTAL.

4) La NACE Revisione 2 e le relative disposizioni di attuazione in vari ambiti statistici sono state stabilite nel Regolamento (CE) n. 1893/2006 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 dicembre 2006, che definisce la classificazione statistica delle attività economiche NACE Revisione 2 e modifica il regolamento (CEE) n. 3037/90 del Consiglio nonché alcuni regolamenti CE relativi a settori statistici specifici.

Tavola A Quote degli indicatori a breve termine per l'area dell'euro nel 2005 e loro variazione rispetto al 2000

(valori percentuali; punti percentuali)	Prezzi alla produzione nell'industria		Produzione industriale	
	2005	Variazioni dal 2000	2005	Variazioni dal 2000
Totale (escluse le costruzioni)	100,0	0,0	100,0	0,0
<i>di cui:</i> Industria manifatturiera	83,2	-6,2	89,9	-0,4
Beni intermedi	30,0	-1,6	36,8	0,6
Beni di investimento	20,3	-0,8	28,8	2,0
Beni di consumo	24,9	-4,7	23,5	-2,6
<i>di cui:</i> Beni di consumo durevoli	3,0	-1,0	3,5	-0,9
Beni di consumo non durevoli	21,9	-3,7	20,0	-1,7
Energia	24,7	7,1	11,0	0,0

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: dati provvisori

delle informazioni, quelle riguardanti la tecnologia delle informazioni e il trattamento dati, che prima rientravano in varie categorie diverse del settore manifatturiero e di quello dei servizi.

Sebbene i principali aggregati per settore (noti come i principali comparti industriali) riportati nella sezione 5 dell'allegato statistico di questo Bollettino continuano a essere pubblicati con le medesime denominazioni, la composizione di alcuni di essi sarà aggiornata. Ad esempio, mentre in precedenza le attività editoriali rientravano nell'aggregato dell'industria dei beni di consumo non durevoli, ora sono classificate come servizio.

Aggiornamento dell'anno base a 2005=100 per le statistiche congiunturali

Le statistiche congiunturali sono espresse per la maggior parte come indici che utilizzano un anno base fisso per aggregare andamenti più dettagliati. In conformità alle convenzioni internazionali, questi pesi andrebbero aggiornati almeno ogni cinque anni, ovvero negli anni che terminano in 0 o 5. Di conseguenza, il 2005 è diventato il nuovo anno base a livello dell'area dell'euro e i pesi delle componenti dei prezzi alla produzione nell'industria e della produzione industriale sono cambiati (come figura nella tavola A).

Per i prezzi alla produzione nell'industria, dove le quote sono basate sul fatturato, il maggior peso dei beni energetici (+7,1 punti percentuali) è compensato prevalentemente da pesi minori dei beni di consumo (-4,7 punti percentuali) e dei beni intermedi (-1,6 punti percentuali). Quanto alla produzione industriale, per la quale le quote sono basate sul valore aggiunto, i beni di investimento hanno un ruolo più importante (+2,0 punti percentuali) nel 2005 a scapito di quelli di consumo (-2,6 punti percentuali). In questo caso la componente energetica rimane invariata all'11,0 per cento.

Per il commercio al dettaglio e le sue due componenti principali (non riportati nella tavola), la quota dei prodotti alimentari è diminuita di -0,8 punti percentuali al 42,9 per cento, mentre quella dei beni non alimentari è passata ora al 57,1 per cento. Quanto alle due principali componenti delle costruzioni (anche queste non figurano nella tavola), la quota relativa alla produzione di immobili è notevolmente aumentata di 12,1 punti percentuali per collocarsi al 77,9 per cento, mentre quella dell'ingegneria civile è ora al 22,1 per cento.

Impatto sui principali aggregati per gli indicatori principali

I menzionati cambiamenti alla classificazione NACE e l'aggiornamento dell'anno base hanno comportato la revisione degli indicatori, come si evince dalla tavola B. In generale, l'indice dei

Tavola B Revisioni degli indicatori di attività a breve termine dell'area dell'euro dopo l'introduzione della 2^a revisione del NACE e la variazione dell'anno base

(in punti percentuali)				
	Prezzi alla produzione nell'industria		Produzione industriale	
	Revisione media	Ampiezza delle revisioni	Revisione media	Ampiezza delle revisioni
Totale (escluse le costruzioni)	0,2	-0,2-0,4	-0,2	-0,9-0,5
<i>di cui:</i> Industria manifatturiera	-0,1	-0,4-0,2	-0,2	-1,5-0,8
Beni intermedi	0,2	-0,3-0,6	0,1	-0,6-1,0
Beni di investimento	-0,3	-0,8-0,2	-0,1	-1,8-1,0
Beni di consumo	0,0	-0,4-0,4	-0,4	-1,8-1,1
<i>di cui:</i> Beni di consumo durevoli	-0,2	-0,7-0,25	-0,3	-2,2-2,3
Beni di consumo non durevoli	0,0	-0,4-0,5	-0,5	-1,8-1,3
Energia	0,8	-0,3-2,1	0,5	-1,0-1,7

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: dati provvisori. Le cifre riportate si riferiscono alle revisioni mensili di variazioni percentuali sui dodici mesi nel periodo 2006-2008. I dati antecedenti il 2006 sono già stati rivisti ma, con maggiore probabilità, saranno oggetto di ulteriori revisioni nei mesi a venire.

prezzi alla produzione nell'industria ha subito una revisione più contenuta rispetto a quello della produzione industriale. Inoltre, come di consueto, le revisioni a livello di settore complessivo sono lievemente inferiori a quelle di alcune delle componenti principali. Per le vendite al dettaglio (non riportate nella tavola), le revisioni sono di entità analoga a quelle per la produzione industriale, mentre quelle delle costruzioni complessive e delle due relative componenti principali (anche queste non figurano nella tavola) sono lievemente superiori.

Non si può escludere che nei prossimi mesi si verifichino ulteriori revisioni delle serie temporali fino alla piena attuazione della NACE Revisione 2 a livello nazionale. Nel complesso, le accresciute possibilità per l'analisi economica e le statistiche congiunturali più aggiornate costeranno qualche incertezza temporanea per quanto concerne i risultati.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

I dati statistici disponibili indicano che nell'ultimo trimestre del 2008 è continuata la vigorosa crescita delle retribuzioni contrattuali oggetto di negoziazione collettiva, ma mostrano anche i primi segni di una riduzione delle pressioni salariali (cfr. figura 23 e tavola 5). Nell'ultimo trimestre la dinamica delle retribuzioni contrattuali è aumentata al 3,6 per cento, dal 3,4 nel trimestre precedente. Tale accelerazione, tuttavia, è stata influenzata dai pagamenti *una tantum* in un grande paese dell'area. Nello stesso periodo anche altri indicatori della dinamica salariale sono

Tavola 5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

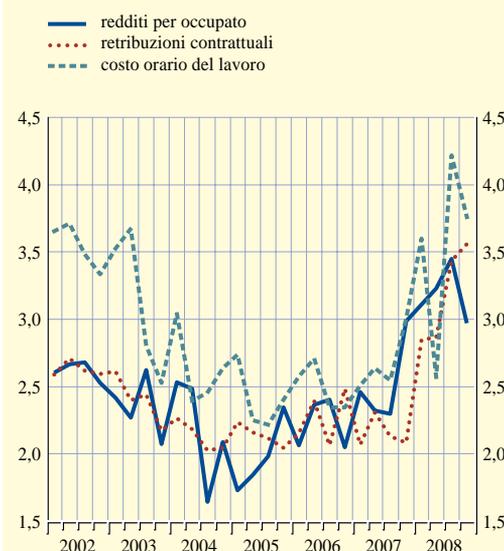
	2007	2008	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 4° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,1	3,2	2,1	2,8	2,9	3,4	3,6
Costo orario complessivo del lavoro	2,7	3,5	3,0	3,5	2,6	4,2	3,8
Redditi per occupato	2,5	3,2	3,0	3,1	3,2	3,5	3,0
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	0,8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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

diminuiti. La crescita del costo orario del lavoro nell'area dell'euro è scesa lievemente al 3,8 per cento. Se si tiene conto della riduzione delle ore lavorate nell'industria manifatturiera in seguito al calo dell'attività economica, la dinamica del costo orario del lavoro sarebbe inferiore nel quarto trimestre. La scomposizione per settore indica che la riduzione del costo orario del lavoro è stata più consistente nel settore dei servizi, probabilmente a causa del calo più marcato delle ore lavorate e dei costi più elevati dei licenziamenti nei settori dell'industria e delle costruzioni (cfr. figura 24). La dinamica dei redditi per occupato è scesa dal 3,5 al 3,0 per cento tra il terzo e il quarto trimestre. Tale rallentamento, insieme alla lieve accelerazione delle retribuzioni contrattuali, indicherebbe che le imprese si stanno adoperando attivamente per ridurre il costo del lavoro. Allo stesso tempo, la produttività per occupato è diminuita all'1,3 per cento nell'ultimo trimestre, dallo 0,0 nel precedente. Di conseguenza, la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto ha segnato un forte incremento tra il terzo e il quarto trimestre, dal 3,4 al 4,3 per cento, toccando il livello più elevato da oltre un decennio.

Figura 23 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



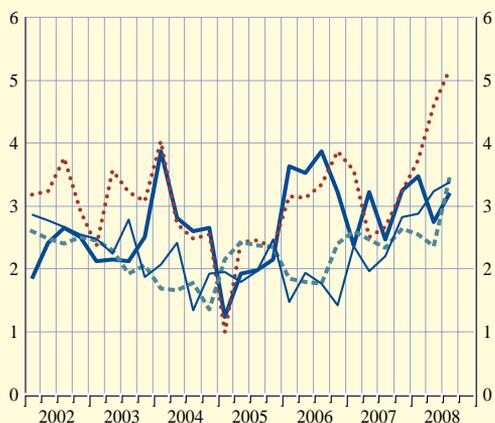
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

Figura 24 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

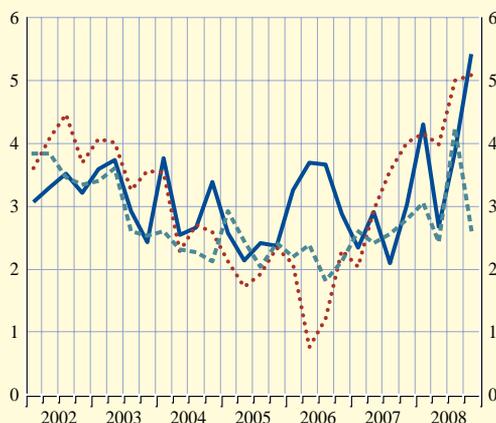
Redditi per occupato

- industria escluse le costruzioni
- ... costruzioni
- - - servizi di mercato
- servizi



Indice del costo orario del lavoro

- industria escluse le costruzioni
- ... costruzioni
- - - servizi di mercato



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

3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC sarebbe diminuita ulteriormente allo 0,6 per cento in marzo, dall'1,2 di febbraio. Il calo dell'inflazione in atto dalla scorsa estate è riconducibile principalmente alla netta flessione dei prezzi delle materie prime a livello mondiale durante questo periodo. Inoltre, vi sono numerosi segnali di una riduzione più generalizzata delle spinte inflazionistiche.

Gli effetti base connessi ai passati andamenti dei corsi energetici avranno un ruolo significativo nella dinamica a più breve termine dello IAPC. Di conseguenza, nei prossimi mesi l'inflazione complessiva tendenziale dovrebbe scendere ulteriormente e raggiungere temporaneamente livelli negativi verso la metà dell'anno. In seguito, i tassi di inflazione riprenderebbero ad aumentare. Su orizzonti più lunghi, l'inflazione armonizzata dovrebbe rimanere al di sotto del 2 per cento nel 2010, riflettendo principalmente l'attuale fiacchezza della domanda nell'area dell'euro e nel resto del mondo. La volatilità attesa dei tassi di inflazione nel corso dell'anno non ha influenzato le aspettative di inflazione a medio e lungo termine, che rimangono saldamente ancorate a livelli in linea con la stabilità dei prezzi. Il numero di maggio di questo Bollettino riporterà i risultati della *Survey of Professional Forecasters* della BCE per il secondo trimestre, mentre il riquadro 5 illustra come vengono rappresentate le aspettative in questa indagine.

Questo scenario inflazionistico è soggetto a rischi sostanzialmente bilanciati, connessi in particolare alle prospettive per l'attività economica, nonché all'evoluzione dei prezzi delle materie prime.

Riquadro 5

LA FORMULAZIONE DELLE PREVISIONI PER LA *SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS* DELLA BCE: RISULTATI DI UN QUESTIONARIO SPECIFICO

Il presente riquadro riassume i risultati di un questionario specifico inviato ai partecipanti all'indagine *Survey of Professional Forecasters* (SPF) della BCE nell'autunno 2008, nell'ambito del decimo anniversario dell'avvio della SPF nel gennaio 1999¹⁾. Lo scopo del questionario era di ottenere maggiori informazioni sulle modalità con cui sono formulate le previsioni dell'SPF. I 45 partecipanti all'indagine che hanno risposto rappresentano approssimativamente i tre quarti del numero di risposte ricevute in media nelle regolari edizioni dell'indagine (60 circa). Essi costituiscono un ventaglio rappresentativo della tipologia di esperti interpellati: le istituzioni finanziarie incidono per circa il 50 per cento (a fronte del 66 nella media delle edizioni regolari dell'SPF). Il questionario comprendeva domande su tempestività e metodi di previsione, in particolare per quanto concerne la frequenza degli aggiornamenti delle previsioni, i modelli usati, l'importanza delle valutazioni soggettive nonché la generazione delle distribuzioni di probabilità segnalate e le ipotesi riguardanti altre variabili implicitamente sottese alle previsioni. Occorre notare che in alcune occasioni le percentuali riportate possono superare il 100 per cento, in quanto i partecipanti hanno indicato più di una categoria.

1) Una copia del questionario e un riepilogo più dettagliato dei risultati sono consultabili sul sito Internet della BCE all'indirizzo: <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>.

Frequenza degli aggiornamenti delle previsioni segnalate nell'SPF

Nella maggioranza delle risposte (84 per cento) è stato indicato che le previsioni vengono aggiornate in base a un calendario regolare (ad esempio all'inizio del mese, alla fine del trimestre, ecc.), mentre nel 30 per cento dei casi l'aggiornamento delle previsioni deriverebbe dagli avvenimenti o dai dati (ad esempio a seguito della pubblicazione di dati fondamentali). Una quota considerevole delle risposte (circa un terzo) ha indicato che le previsioni sono determinate sia dal calendario sia dagli avvenimenti o dai dati, a seconda della situazione specifica.

Fra coloro che aggiornano le previsioni con regolarità secondo un calendario prestabilito, oltre il 50 per cento ha segnalato che le previsioni sono aggiornate su base trimestrale, mentre una percentuale lievemente inferiore (35 per cento) lo farebbe su base mensile. Una percentuale modesta (circa il 10 per cento) ha dichiarato di aggiornare le previsioni con frequenza inferiore (ad esempio due o tre volte all'anno) e due partecipanti hanno rivelato di effettuare aggiornamenti "costanti".

La maggior parte dei rispondenti ha indicato di aver riportato l'ultima previsione disponibile in ciascuna edizione dell'SPF, mentre solo in piccola parte (meno del 10 per cento) elaborano una nuova previsione per l'SPF. In numerose risposte (circa un quarto) si segnala tuttavia che nel rispondere all'SPF è possibile che gli interpellati aggiornino parzialmente le previsioni. Nel complesso, data l'elevata frequenza degli aggiornamenti regolari e l'indicazione che i partecipanti correggono o predispongono nuove previsioni anche in circostanze eccezionali, i risultati suggeriscono che le risposte dell'SPF sono abbastanza tempestive.

Tecniche e modelli previsionali

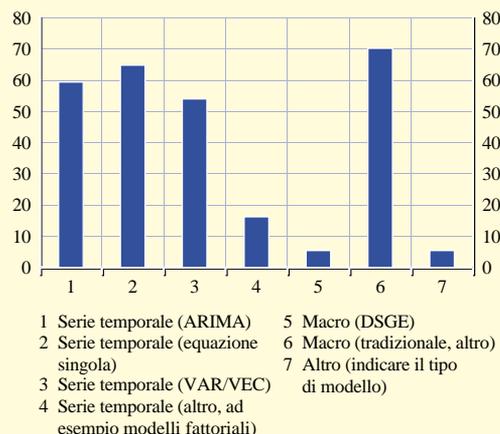
Ai partecipanti all'SPF è stato chiesto di indicare i modelli utilizzati per l'esercizio di previsione nonché di attribuire pesi approssimativi (in percentuale) all'influenza relativa di modelli e valutazioni soggettive. È importante ricordare, come evidenziato nel questionario stesso, che le risposte a questa domanda possono essere dati approssimati e cambiare nel tempo.

Riguardo all'impiego di modelli previsionali, il questionario elencava una serie di tipi di modelli: quelli basati su serie temporali, fra cui la media mobile autoregressiva integrata (*autoregressive integrated moving average*, ARIMA), l'equazione singola e i modelli autoregressivi vettoriali (*vector auto regression*, VAR) o vettoriali a correzione di errore (*vector error correction*, VEC); modelli macroeconomici tradizionali basati su domanda e offerta nonché modelli dinamici stocastici di equilibrio generale (*dynamic stochastic general equilibrium*, DSGE). Le risposte hanno indicato che il tipo di modello preferito varia a seconda dell'orizzonte previsionale e della variabile oggetto della previsione. Secondo il profilo emerso, l'uso di modelli basati su serie temporali sarebbe più diffuso per orizzonti di breve periodo e per le previsioni sull'inflazione, mentre i modelli macroeconomici tradizionali della domanda e dell'offerta sono utilizzati in prevalenza per orizzonti di più lungo termine e in misura lievemente superiore per l'esercizio previsionale che riguarda il PIL in termini reali e il tasso di disoccupazione.

Analizzando in maggiore dettaglio i tipi di modello impiegati per le previsioni, la maggior parte delle risposte (circa l'85 per cento) ha segnalato di ricorrere ad almeno un tipo di modello basato su serie temporali. Tre di questi sono di uso relativamente diffuso: ARIMA, equazione singola e modelli VAR o VEC (cfr. figura A). Più raramente si ricorre ad altri modelli basati su serie tempo-

Figura A Quali tipi di modello vengono utilizzati per le previsioni?

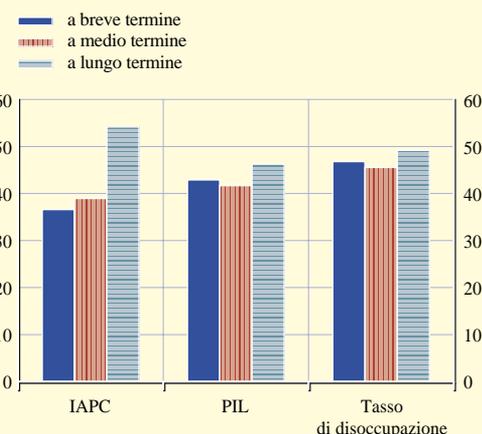
(percentuale di risposte)



Fonte: BCE.

Figura B Grado di valutazione soggettiva applicato alla previsione

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

rali, come quelli fattoriali. La maggior parte di coloro che utilizzano i modelli basati su serie temporali ha segnalato di utilizzarne due o più tipi. Quasi il 70 per cento degli interpellati ha rivelato di servirsi di modelli macroeconomici tradizionali, basati su domanda e offerta, mentre pochissimi hanno dichiarato di usare quelli DSGE o un altro tipo di modello non ancora specificato.

Per quanto concerne il ruolo delle valutazioni soggettive, i risultati hanno dimostrato che, in media, gli interpellati ritengono che si basi su valutazioni il 45 per cento delle loro previsioni²⁾. Non vi sono state differenze importanti riguardo all'impiego relativo delle valutazioni soggettive fra le variabili o gli orizzonti, eccetto nel caso dell'inflazione (cfr. figura B). Per le previsioni di inflazione nel breve termine (fino a un anno) l'utilizzo di valutazioni soggettive si collocherebbe al 37 per cento circa, mentre aumenterebbe al 54 per cento per le previsioni a più lungo termine (su un orizzonte di cinque anni). Per le previsioni del PIL in termini reali, si utilizzano valutazioni soggettive, in media, in misura lievemente inferiore (44 per cento) rispetto alle previsioni per il tasso di disoccupazione (47 per cento). Per entrambe le variabili non sono state segnalate differenze significative fra gli orizzonti previsionali, sebbene la valutazione soggettiva sia utilizzata in misura lievemente superiore per gli orizzonti di lungo termine.

Distribuzioni di probabilità e stime puntuali corrispondenti

Ai partecipanti è stato chiesto anche il modo in cui generano le distribuzioni di probabilità segnalate in merito a inflazione, PIL e disoccupazione. Una vasta maggioranza (il 79 per cento) ha affermato che le distribuzioni di probabilità sono stimate sulla base del giudizio, mentre il

2) Va notato che alcuni partecipanti hanno indicato che le loro previsioni sono interamente basate sul giudizio. Analizzando le risposte ricevute, sembrano sussistere due tipologie di comportamento alla base di queste risposte. In primo luogo, vi sono esperti che non utilizzano modelli per talune variabili od orizzonti previsionali, bensì indicano la previsione basata sulla posizione ufficiale della propria istituzione. In secondo luogo, vi sono esperti che utilizzano modelli ma ritengono che il risultato finale sia basato sul giudizio perché la previsione iniziale del modello può essere corretta in ogni direzione e in qualsiasi misura a seconda dei propri convincimenti soggettivi. In questo contesto, il grado di giudizio rilevato potrebbe essere lievemente sovrastimato.

17 per cento le genera mediante modelli. Un numero modesto ha segnalato che le distribuzioni di probabilità fornite nell'ambito dell'SPF sono basate su una forma funzionale (solitamente la distribuzione normale standard).

Agli interpellati è stato chiesto anche se segnalano la loro previsione media, modale o mediana³⁾. Le risposte a questa domanda hanno rivelato che una netta maggioranza (il 75 per cento) fornisce la stima puntuale che corrisponde alla media della distribuzione di probabilità riferita. Quasi il 20 per cento ha segnalato che la previsione puntuale corrisponde alla mediana, mentre una percentuale ridotta (il 7 per cento) ha indicato che corrisponde al valore modale della distribuzione di probabilità segnalata. Alcuni partecipanti hanno indicato che, a seconda del contesto economico, possono anche deviare dalla misura solitamente segnalata, ad esempio utilizzando il valore modale o la mediana anziché la media.

Altre variabili e ipotesi determinanti

Per quanto riguarda le ipotesi "esterne", la maggior parte dei partecipanti formula le previsioni interne per corsi petroliferi, tassi di cambio, tassi di interesse e dinamica salariale. Le previsioni interne dei corsi petroliferi sono spesso integrate da dati di mercato, come i tassi sui contratti *future* o a pronti. Alcuni interpellati hanno segnalato di utilizzare le previsioni esterne per integrare le previsioni interne ed effettuare una verifica incrociata. In termini di altre fonti, un numero contenuto di interpellati usa regole automatiche (ad esempio *random walk*). Queste risposte suggeriscono che, come si evidenzia sempre nel riportare i risultati dell'SPF, le risposte a questa indagine riflettono una serie relativamente variegata di opinioni e ipotesi soggettive.

In sintesi, i risultati mostrano che le risposte dell'SPF sono alquanto tempestive e che le previsioni si basano su ipotesi eterogenee generate prevalentemente all'interno. Inoltre, sebbene siano ampiamente usati sia i modelli strutturali sia quelli basati su serie temporali, anche la valutazione soggettiva svolge un ruolo fondamentale. È questo il caso in particolare delle distribuzioni di probabilità segnalate. È quindi molto importante considerare l'eterogeneità delle previsioni dell'SPF nell'analizzare e nell'interpretare i risultati singoli o aggregati di tale indagine.

3) La media corrisponde alla media ponderata di tutti i risultati possibili, dove i pesi sono costituiti dalla valutazione degli interpellati della probabilità associata a ciascun risultato. Il valore modale è la previsione che ha maggior probabilità di verificarsi, ma non riflette necessariamente il saldo dei rischi che caratterizzano il risultato più probabile. La mediana è il risultato con il 50 per cento delle probabilità al di sopra e il 50 per cento delle probabilità al di sotto. Se la distribuzione delle probabilità è simmetrica, le tre misure coincidono e i rischi sono ritenuti bilanciati. Se non è simmetrica, il saldo dei rischi è valutato al rialzo quando la previsione media è superiore alla mediana, che a sua volta sarà superiore al valore modale.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Il ritmo dell'attività dell'area dell'euro è diminuito nettamente nella seconda metà del 2008 man mano che le tensioni si sono trasmesse sempre più dal settore finanziario all'economia reale. I dati disponibili e gli indicatori delle indagini indicano che nell'area dell'euro l'attività economica è rimasta molto fiacca all'inizio del 2009. È altresì probabile che rimanga molto moderata per il resto dell'anno, ma le attese sono di una graduale ripresa nel 2010. Il sostanziale calo dei prezzi delle materie prime dall'estate del 2008 sta fornendo sostegno al reddito disponibile reale e pertanto ai consumi. In aggiunta, la domanda sia estera che interna dovrebbe trarre sempre più vantaggio dagli effetti del significativo stimolo macroeconomico in atto nonché dalle misure prese per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario sia all'interno che all'esterno dell'area dell'euro. I rischi per queste prospettive di crescita economica sembrano sostanzialmente equilibrati.

4.1 I COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

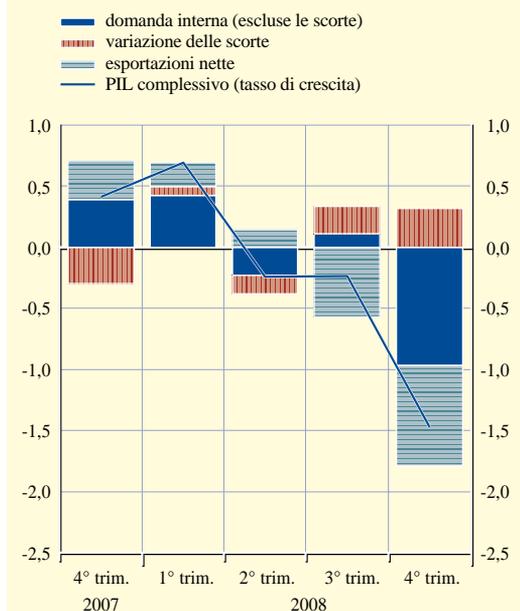
Il ritmo dell'attività economica dell'area dell'euro è diminuito nettamente verso la fine del 2008 e agli inizi del 2009. Il PIL reale dell'area dell'euro è diminuito leggermente nel secondo e terzo trimestre del 2008 e poi si è contratto marcatamente nel trimestre finale dell'anno, con una flessione dell'1,5 per cento sul trimestre precedente (cfr. figura 25). Le indagini e gli indicatori mensili segnalano un'analogia netta contrazione dell'attività anche nel primo trimestre del 2009.

Le stime preliminari delle componenti della domanda sono state pubblicate dall'Eurostat il 5 marzo. Tuttavia, a seguito della ricezione di dati nazionali aggiornati e in particolare della diffusione dei risultati trimestrali e annuali italiani, l'Eurostat ha eccezionalmente deciso di pubblicare una nuova stima delle componenti prima della seconda consueta pubblicazione (prevista per il 7 aprile). Questi dati ristimati hanno indicato una perdurante debolezza della domanda interna finale, ascrivibile a una diminuzione dei consumi e a una netta flessione degli investimenti, compensate in parte da un lieve aumento dei consumi pubblici. In base ai dati rivisti, le esportazioni e le importazioni sono diminuite molto significativamente, rispecchiando il crollo del commercio internazionale, e l'interscambio netto ha sottratto 0,8 punti percentuali alla crescita del PIL. Le scorte hanno contribuito per 0,3 punti percentuali alla crescita.

Nel quarto trimestre del 2008 i consumi privati sono calati dello 0,3 per cento sul trimestre precedente. Gli andamenti recenti degli indicatori della spesa per consumi hanno fornito segnali leggermente contrastanti sulla spesa delle famiglie all'inizio del 2009. Da un lato, gli andamenti del commercio al dettaglio hanno indicato una perdurante debolezza. Il volume delle vendite al dettaglio è restato invariato in gennaio e, in termini di media mobile a tre mesi, la crescita delle vendite al dettaglio è rimasta negativa (cfr.

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.

figura 26). La fiducia dei consumatori ha altresì suggerito il perdurare di deboli prospettive per la spesa per consumi. La fiducia delle famiglie è ulteriormente calata in marzo, raggiungendo nuovi minimi storici. Tuttavia, le immatricolazioni di nuove autovetture hanno registrato un fortissimo aumento mensile in febbraio, in parte ascrivibile all'impatto degli incentivi fiscali alla rottamazione in Germania, che hanno incoraggiato gli acquisti di nuove autovetture. Nel complesso, il profilo della spesa aggregata delle famiglie agli inizi del 2009 resta incerto.

In prospettiva, i consumi dovrebbero rimanere deboli nel breve termine. Sebbene le sostanziali flessioni dei prezzi delle materie prime abbiano sostenuto il potere d'acquisto delle famiglie, la loro ricchezza è diminuita e il deterioramento della situazione sul mercato del lavoro dovrebbe pesare sul reddito da lavoro nei prossimi mesi. La perdurante incertezza economica e la scarsa fiducia dei consumatori probabilmente deprimiranno ulteriormente la spesa delle famiglie.

Gli investimenti fissi lordi hanno fatto segnare un netto calo nel quarto trimestre, del 3,7 per cento rispetto al trimestre precedente. La scomposizione degli investimenti ha indicato una diminuzione sul trimestre precedente del 6,0 per cento degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni. Gli indicatori disponibili suggeriscono che gli investimenti delle imprese hanno continuato a indebolirsi agli inizi del 2009, con una brusca contrazione della produzione di beni di investimento. Gli investimenti delle imprese hanno segnato un calo, poiché l'indebolimento della domanda ha ridotto la redditività, le pressioni sulla capacità produttiva si sono attenuate e l'inasprimento dei criteri per la concessione dei prestiti hanno reso più costosi e meno disponibili i finanziamenti. Inoltre, l'accresciuta incertezza sulle prospettive economiche sembra aver depresso gli investimenti delle imprese. Le indagini e i riscontri aneddotici tra le società non finanziarie dell'area dell'euro indicano un diffuso rinvio degli investimenti, che deprimerà ulteriormente l'attività nel breve periodo.

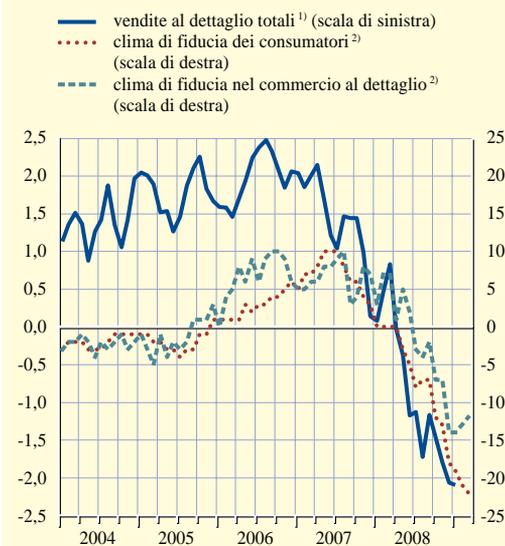
Nel quarto trimestre anche gli investimenti in costruzioni sono diminuiti (dell'1,5 per cento). La contrazione degli investimenti in costruzioni riflette in parte l'attuale correzione dei mercati degli immobili residenziali di diversi paesi dell'area dell'euro.

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

Il calo del prodotto aggregato nel quarto trimestre è derivato da una diminuzione del valore aggiunto in tutti i settori. Nell'industria al netto delle costruzioni il valore aggiunto è sceso del 5,4 per cento sul trimestre precedente, mentre nel settore delle costruzioni è diminuito dell'1,8 per cento. Nel settore dei servizi la flessione del valore aggiunto è stata più modesta, pari allo 0,4 per cento sul trimestre precedente. Complessivamente queste diminuzioni hanno generato uno dei cali trimestrali più sensibili

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

(dati mensili)



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

dell'attività dell'area dell'euro dal 1970. Il riquadro 6 presenta i recenti andamenti dell'attività dell'area dell'euro in una prospettiva storica, confrontando gli andamenti recenti dell'attività nei settori dell'industria e dei servizi con i precedenti periodi di recessione nell'area dell'euro.

Riquadro 6

L'ANDAMENTO DELLA RECESSIONE IN CORSO NELL'AREA DELL'EURO E NEI SUOI DUE PRINCIPALI SETTORI: UN CONFRONTO CON IL PASSATO

Gli ultimi dati sul PIL indicano che nel quarto trimestre 2008 la recessione nell'area dell'euro si è significativamente aggravata; il PIL dell'area si è contratto dell'1,5 per cento su base trimestrale, a fronte di cali dello 0,2 e 0,3 per cento nei due trimestri precedenti. La più recente flessione è tra le più consistenti dal 1970, superata soltanto da quella registrata durante la recessione del 1974-1975, quando nel quarto trimestre 1974 il PIL era calato dell'1,6 per cento. Sullo sfondo di ciò, il presente riquadro colloca in una prospettiva storica gli andamenti recenti dell'attività economica nell'area dell'euro fino al quarto trimestre 2008 raffrontandoli ai passati periodi di recessione nell'area dal 1970, in particolare per quanto riguarda i due principali settori economici, quello dell'industria manifatturiera e quello dei servizi.

Raffronto fra i vari periodi di recessione nell'area dell'euro: il PIL in termini reali

Per semplicità, la stampa considera convenzionalmente che si è entrati in una fase di recessione allorché si verificano due trimestri consecutivi di tassi di crescita trimestrali negativi. Non vi sono tuttavia regole meccaniche universalmente riconosciute per datare le recessioni. In termini generali, queste ultime sono infatti individuate sulla base di un'ampia gamma di variabili, fra le quali occupa una posizione fondamentale il calo significativo del livello dell'attività economica complessiva. Una recessione, quindi, inizia appena dopo che l'economia tocca il punto di svolta superiore del ciclo e si conclude col raggiungimento del punto di svolta inferiore. Il gruppo privato Euro Area Business Cycle Dating Committee del Centre for Economic Policy Research (CEPR) ha individuato finora tre episodi pregressi di recessione per l'economia dell'area dell'euro: dal terzo trimestre 1974 al primo trimestre 1975, dal primo trimestre 1980 al terzo trimestre 1982 e dal primo trimestre 1992 al terzo trimestre 1993. In aggiunta, il periodo dal primo al secondo trimestre 2003 si è caratterizzato per "un'interruzione prolungata della crescita dell'attività economica, più che una vera e propria recessione"¹⁾. Quanto alla recessione attuale, il CEPR ha di recente collocato il suo inizio nel primo trimestre 2008.

1) Cfr. <http://www.cepr.org/data/dating>.

Figura A Confronto fra l'andamento del PIL dell'area dell'euro nelle diverse recessioni

(indice: T = 100; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, banca dati AWM ed elaborazioni della BCE.

Nota: T rappresenta il punto massimo dell'attività economica raggiunto prima di ciascuna recessione. Le date dei punti massimi sono il 3° trimestre del 1974, il 1° trimestre del 1980, il 1° trimestre del 1992 e il primo trimestre del 2008.

La figura A mette a confronto gli andamenti segnati dal PIL dell'area dell'euro nella recessione attuale (fino al quarto trimestre 2008) e nelle tre recessioni passate, evidenziando il punto di svolta superiore (T) dei rispettivi cicli. Essa mostra come ciascun episodio recessivo passato sia stato differente in termini di durata, configurazione e gravità. Mentre la recessione degli anni settanta, durata appena due trimestri, è stata pronunciata ma relativamente breve, quella degli anni novanta è risultata leggermente meno profonda, ma allo stesso tempo notevolmente più lunga; la recessione più blanda è stata quella degli anni ottanta, cui ha fatto seguito una ripresa molto lenta.

Durante la recessione attuale, dopo due trimestri di cali piuttosto modesti, nel quarto trimestre 2008 la contrazione del PIL dell'area dell'euro si è bruscamente accelerata in conseguenza dell'intensificazione della crisi finanziaria in settembre. Considerando soltanto il periodo fino all'ultimo trimestre 2008, la recessione in corso supera già quella degli anni settanta in termini di durata, e le flessioni del prodotto fra il punto di svolta superiore e quello inferiore risultano più gravi di quelle degli anni ottanta, comparabili a quelle degli anni novanta e relativamente prossime a quelle registrate nella recessione degli anni settanta. Se si prendono poi in considerazione gli sviluppi successivi all'ultimo trimestre 2008, l'evoluzione decisamente avversa che caratterizza gli indicatori economici a breve termine disponibili per i primi tre mesi del 2009 fa ritenere che la recessione in atto potrebbe rivelarsi già alla fine del primo trimestre di quest'anno la più grave in assoluto dal 1970 in termini di flessioni del prodotto fra il punto di svolta superiore e quello inferiore del ciclo.

Raffronto fra i vari periodi di recessione nell'area dell'euro: l'attività nei settori dell'industria e dei servizi

Da un esame dell'andamento dell'attività nei due principali settori economici durante i periodi di recessione emerge che in tutti gli episodi in rassegna il principale responsabile delle contrazioni del PIL è stato il settore industriale, altamente ciclico (cfr. figure B e D). Nel settore dei servizi, per contro, che produce una quota ben maggiore (70 per cento) del valore aggiunto nell'area dell'euro rispetto all'industria (20 per cento), durante i periodi di recessione l'attività tende a crescere più lentamente, ma solo in rari casi registra veri e propri cali. Benché comprenda anche componenti con un grado relativamente elevato di ciclicità come il commercio e i trasporti, il settore dei servizi in generale, e in particolare le sue componenti relative ai servizi forniti dalle amministrazioni pubbliche come l'istruzione e la sanità, tendono a registrare oscillazioni molto meno pronunciate di quelle dell'attività industriale.

Il raffronto fra gli andamenti della produzione industriale (al netto delle costruzioni) nell'area dell'euro durante le varie recessioni mostra che nella recessione in atto la diminuzione dell'attività industriale rispetto al suo massimo era già in gennaio chiaramente superiore alle flessioni osservate durante le recessioni precedenti. Il calo della produzione nell'arco

Figura B Confronto fra l'andamento della produzione industriale (escluse le costruzioni) dell'area dell'euro nelle diverse recessioni

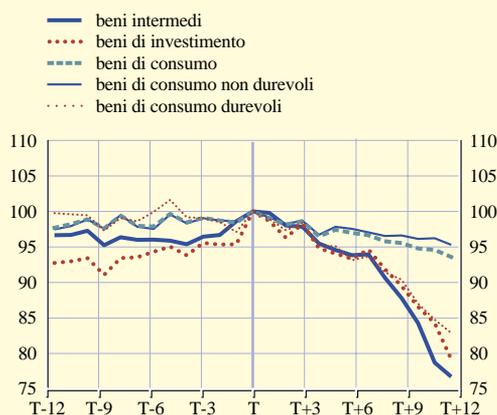
(indice: T = 100; dati mensili)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.
Nota: T rappresenta il punto massimo raggiunto dalla produzione industriale prima di ciascuna recessione. I valori massimi sono stati toccati a giugno 1974, a febbraio 1980, a novembre 1991 e a gennaio 2008.

Figura C Confronto fra l'andamento della produzione nelle principali categorie di prodotti industriali nella recessione in corso

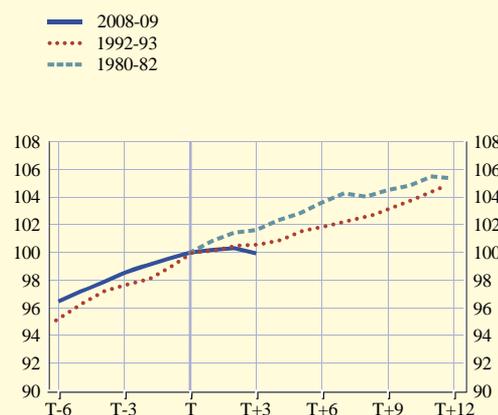
(indice: T = 100; dati mensili)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.
Nota: T rappresenta il valore massimo raggiunto dalla produzione industriale prima della recessione del 2008 (gennaio 2008).

Figura D Confronto fra l'andamento del valore aggiunto dei servizi dell'area dell'euro nelle diverse recessioni

(indice: T = 100; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: T rappresenta il punto massimo del PIL raggiunto prima di ciascuna recessione. Le date dei punti massimi sono il 1° trimestre del 1980, il 1° trimestre del 1992 e il 1° trimestre 2008.

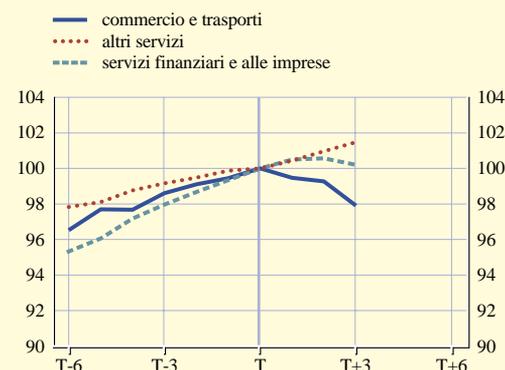
dell'anno trascorso si è esteso a tutte le principali categorie industriali, ma è risultato finora particolarmente marcato nel caso dei beni intermedi (cfr. figura C). Anche la produzione di beni di investimento è calata fortemente, ma il vigore degli ordini agli inizi della recessione potrebbe aver contribuito ad attenuarne leggermente la contrazione. Inoltre, in linea con le recessioni precedenti, è diminuita la produzione di beni di consumo, sebbene in misura minore rispetto a quella di altri settori, di riflesso al carattere meno ciclico della domanda di questi beni. Ciò si deve alle flessioni più modeste della produzione di beni di consumo non durevoli, mentre la produzione nella categoria minore dei beni di consumo durevoli ha registrato una contrazione quasi equivalente a quella dei beni di investimento.

Per quanto riguarda il settore dei servizi, il raffronto fra la recessione in atto e quelle pregresse risulta particolarmente difficile poiché le serie ufficiali sul valore aggiunto nei servizi per l'area dell'euro coprono attualmente soltanto gli anni a partire dal 1995. I dati per i periodi precedenti possono essere approssimati mediante retropolazione al 1980 sulla base delle serie storiche ufficiali per l'area dell'euro, per la Germania occidentale, la Francia, l'Italia e la Spagna. Durante la recessione degli anni ottanta la crescita nel settore dei servizi rimase vigorosa. L'andamento del valore aggiunto nei servizi durante la recessione in atto rispecchia invece (fino al terzo trimestre 2008) quello osservato nella recessione degli anni novanta (cfr. figura D), quando la crescita trimestrale del valore aggiunto nel settore dei servizi dell'area dell'euro si era collocata in media allo 0,2 per cento nei quattro trimestri successivi al punto di svolta superiore e successivamente aveva segnato una ripresa. Nell'attuale recessione la crescita media sui tre trimestri si situa allo 0,0 per cento e le indicazioni tratte dalle indagini segnalano un'ulteriore decelerazione dell'attività nei servizi per il primo trimestre 2009. Di conseguenza, per il settore dei servizi la recessione in corso sarebbe la più grave mai osservata almeno dal 1980. Nel corso dell'ultimo anno i servizi del commercio e dei trasporti, in particolare, hanno registrato tassi di crescita trimestrale negativi; la crescita nei servizi finanziari e alle imprese è risultata anch'essa negativa nel quarto trimestre 2008, mentre quella di altri servizi, fra cui quelli forniti dalle amministrazioni pubbliche, continua a essere positiva (cfr. figura E).

In conclusione, come si è visto, ogni recessione ha un carattere proprio. Quella attuale sembra essere iniziata con una contrazione moderata in base ai parametri storici. Tuttavia, il calo dell'attività ha acquistato considerevole vigore nel quarto trimestre 2008. La flessione simultanea del prodotto nell'area dell'euro e in altre economie e gli effetti più ampi generati dalle turbolenze finanziarie si sono combinati per dare luogo a una recessione che, in termini di contrazione del prodotto, sembra stia diventando la più grave quantomeno dagli anni settanta. Benché tradizionalmente la produzione nel settore manifatturiero registri le perdite maggiori e quella nei servizi si limiti a decelerare senza segnare cali, attualmente sono ravvisabili flessioni simultanee in entrambi i settori. In quello dell'industria la contrazione supera le maggiori perdite osservate dagli anni settanta, mentre il settore dei servizi sta registrando i risultati peggiori dagli anni ottanta, da quando cioè sono disponibili le relative serie storiche.

Figura E Confronto fra l'andamento del valore aggiunto nei sotto-settori dei servizi dell'area dell'euro nella recessione in corso

(indice: T = 100; dati trimestrali)



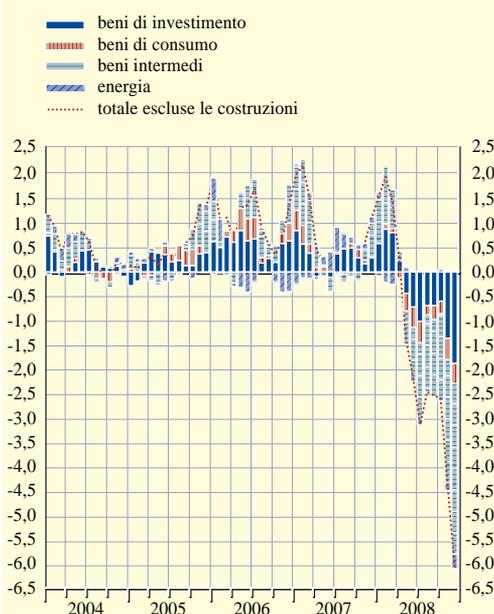
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: T rappresenta il punto massimo del PIL raggiunto prima della recessione del 2008 (1° trimestre 2008).

Gli indicatori mensili suggeriscono che l'attività economica sarebbe rimasta molto debole nel primo trimestre del 2009. In gennaio la produzione industriale nell'area dell'euro (al netto delle costruzioni) ha proseguito la sua pronunciata tendenza al ribasso, facendo registrare un ulteriore calo molto marcato dopo le forti diminuzioni dei mesi precedenti (cfr. figura 27). La disponibilità di soltanto un mese di dati sulla produzione consente in generale solo una valutazione molto preliminare degli andamenti dell'intero trimestre. Nondimeno, la brusca contrazione della produzione in gennaio, insieme al significativo effetto negativo di trascinamento dovuto ai cali della produzione nel quarto trimestre, suggerisce un'ulteriore considerevole diminuzione dell'attività industriale dell'area dell'euro nel primo trimestre dell'anno.

La pubblicazione dei dati sulla produzione di gennaio include anche alcune revisioni di dati passati. Queste implicano un picco leggermente più elevato della produzione nel gennaio 2008 e un livello di produzione lievemente più basso nel dicembre 2008, ossia un calo ancor più pronunciato della produzione su tale periodo

Figura 27 Crescita della produzione industriale e contributi

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



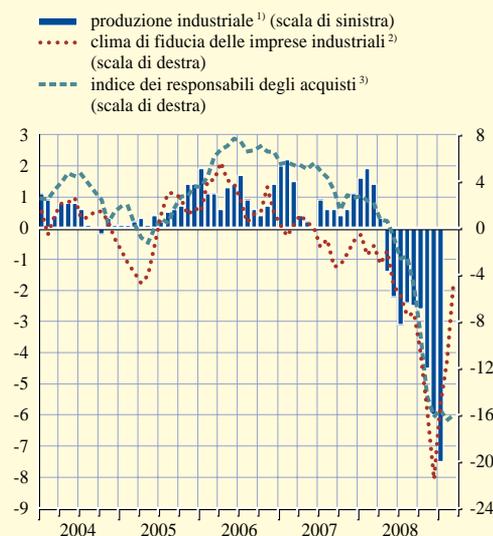
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: i dati riportati sono calcolati come variazioni di medie mobili di tre mesi rispetto all'analoga media dei tre mesi precedenti. I dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

rispetto alle precedenti stime. Alcune di queste revisioni relative alle variazioni statistiche che sono state adottate nei dati pubblicati in gennaio, tra cui in particolare l'adozione del nuovo sistema di classificazione per le attività economiche (NACE Rev. 2), sono discusse in maggior dettaglio nel riquadro 4 della sezione 3.

I risultati delle indagini tra le imprese confermano la forte debolezza delle prospettive a breve termine e indicano diminuzioni molto significative dell'attività nel primo trimestre del 2009 (cfr. figura 28). Le indagini PMI sull'attività nei settori dell'industria e dei servizi hanno fatto segnare un lieve aumento in marzo e, nel complesso nel primo trimestre dell'anno hanno fornito alcuni segni di stabilizzazione di questi indicatori, seppur a livelli molto bassi. Ciò potrebbe fornire iniziali indicazioni di una stabilizzazione del ritmo del deterioramento economico agli inizi del 2009. Per contro, l'indagine della Commissione europea sulla fiducia nei settori dell'industria e dei servizi non ha dato alcuna indicazione in tal senso. In tutti i settori dell'industria e dei servizi la fiducia ha registrato ulteriori flessioni in marzo.

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

(dati mensili destagionalizzati)



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

Note: tutte le serie si riferiscono al settore manifatturiero. I dati 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

Nei mercati del lavoro dell'area dell'euro le condizioni hanno continuato a deteriorarsi negli ultimi mesi. Nel quarto trimestre l'occupazione è diminuita dello 0,3 per cento sul trimestre precedente (cfr. tavola 6). La scomposizione settoriale dell'occupazione sarà pubblicata agli inizi di aprile. In prospettiva, le indagini sulle intenzioni di assunzione delle imprese suggeriscono il persistere di dinamiche mol-

Tavola 6 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

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

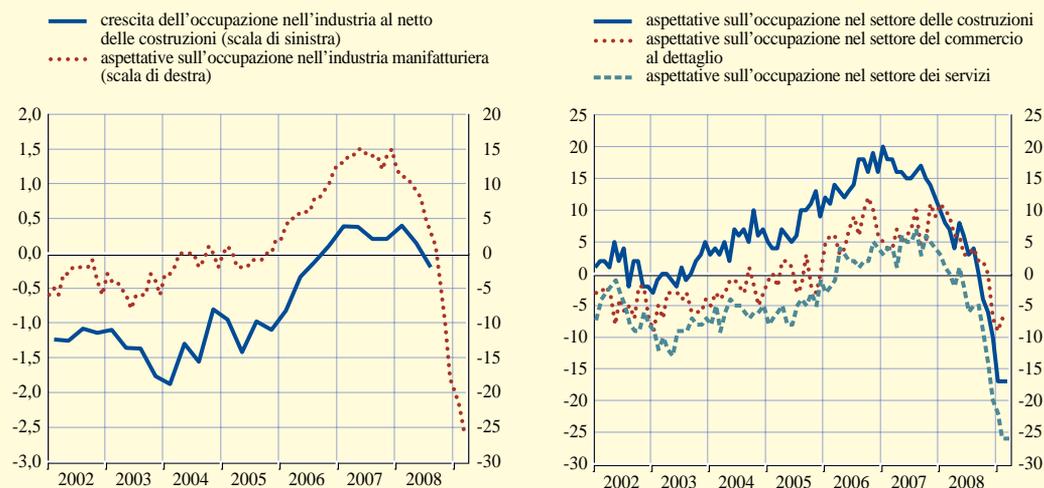
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

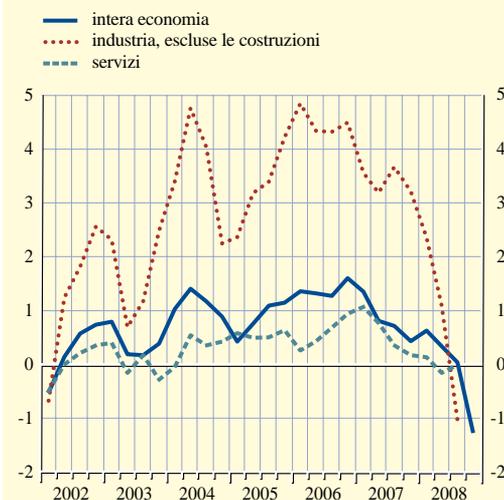
to modeste per l'occupazione nei prossimi mesi (cfr. figura 29). In marzo l'indice PMI delle intenzioni di assunzione è diminuito nel settore industriale e, sebbene abbia registrato una lieve ripresa nel settore dei servizi, è rimasto molto basso, a indicazione di significative riduzioni dell'input di lavoro da parte delle imprese. L'indagine della Commissione europea sulle intenzioni di assunzione ha altresì registrato diffusi cali in marzo, con una diminuzione particolarmente pronunciata nell'industria (al netto delle costruzioni) e una riduzione più moderata nel settore dei servizi.

Con la contrazione dell'attività, anche la produttività del lavoro è diminuita nel quarto trimestre, scendendo dell'1,2 per cento sul trimestre precedente, dopo un calo dello 0,1 per cento nel terzo trimestre. Gli ultimi dati segnalano un calo dell'1,3 per cento sull'anno precedente del tasso di crescita della produttività (cfr. figura 30). I dati più recenti sull'indice di produttività PMI suggeriscono un persistente deterioramento della crescita della produttività del lavoro.

Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è aumentato all'8,5 per cento in febbraio, con un incremento di 0,2 punti percentuali rispetto al mese precedente, dopo una revisione al rialzo di 0,1 punti percentuali del dato di gennaio (cfr. figura 31). L'aumento del tasso di disoccupa-

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.

zione in febbraio ha rappresentato l'undicesimo incremento mensile consecutivo e corrisponde a 319.000 ulteriori disoccupati nell'area dell'euro. L'aumento del tasso dell'area dell'euro riflette diffusi incrementi dei tassi di disoccupazione nei paesi membri, in particolare in Spagna e Irlanda (entrambi in rialzo di 0,7 punti percentuali). I tassi di disoccupazione sono saliti di un decimo di punto percentuale anche in Francia e Germania. Il recente incremento della disoccupazione nell'area dell'euro evidenzia la necessità, da parte dei governi, di continuare a sostenere i mercati del lavoro con misure che incentivino le riassunzioni, aiutino a contenere l'aumento della disoccupazione e contribuiscano alla ripresa. Il riquadro 7 presenta le linee guida per affrontare le sfide economiche di lungo periodo, con riforme strutturali in linea con quelle proposte nella Strategia di Lisbona per la crescita e l'occupazione.

Figura 31 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

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

Riquadro 7

LE PRIORITÀ DI POLITICA STRUTTURALE PER L'AREA DELL'EURO

Negli ultimi mesi le politiche economiche si sono incentrate su misure a breve termine volte a contenere l'impatto della crisi nei mercati finanziari sull'economia reale. Le politiche nazionali sono state guidate dai principi esposti nel piano europeo di ripresa economica ¹⁾. A più lungo termine, anche la strategia di Lisbona per la crescita e l'occupazione fornisce orientamenti per far fronte alle sfide economiche di lungo periodo mediante riforme strutturali. In tale contesto, il Consiglio europeo ha recentemente approvato un aggiornamento delle raccomandazioni per paese in materia di politica economica ²⁾. Il presente riquadro offre una valutazione delle priorità di politica strutturale nell'attuale situazione, come risulta anche dalle raccomandazioni aggiornate ³⁾.

Le raccomandazioni per i paesi dell'area dell'euro mettono in evidenza cinque sfide per le politiche che richiedono un'accelerazione nell'attuazione delle riforme.

1. Applicazione delle normative UE in materia di servizi finanziari e intensificazione della cooperazione nei settori della prevenzione, della gestione e della soluzione della crisi

L'impatto della crisi finanziaria attuale ha richiesto un'estesa revisione dei sistemi di regolamentazione e vigilanza dei mercati finanziari. A ottobre del 2007 il Consiglio Ecofin ha approvato

- 1) Comunicazione della Commissione al Consiglio europeo – Un piano europeo di ripresa economica, 26 novembre 2008.
- 2) Contributo del Consiglio ECOFIN al Consiglio europeo di primavera del 2009: Raccomandazioni per paese integrate.
- 3) Le raccomandazioni si basano sugli ambiti prioritari identificati negli Orientamenti integrati per la crescita e l'occupazione per il periodo 2008-10 e sui principi del piano europeo di ripresa economica. Per un quadro generale sugli Orientamenti integrati e sulle sfide di politica economica di più lungo periodo, cfr. il riquadro *Aggiornamento 2008 degli orientamenti integrati per le politiche economiche della strategia di Lisbona* nel numero di aprile 2008 di questo Bollettino. Per le priorità di politica economica, cfr. il riquadro *Le politiche strutturali durante una crisi* nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

una serie di azioni da intraprendersi entro e non oltre il 2008. Tali interventi mirano principalmente a: (a) accrescere la trasparenza; (b) affinare i procedimenti di valutazione, in particolare per strumenti finanziari complessi o illiquidi; (c) rafforzare il funzionamento dei mercati, rivedendo in particolare il ruolo delle agenzie di rating e il modello di attività bancaria di “originate and distribute”; (d) migliorare il quadro prudenziale e la gestione del rischio delle banche.

Sul fronte della regolamentazione, la priorità all'interno dell'UE va data all'attuazione tempestiva degli emendamenti alla direttiva sui requisiti di capitale (CRD) che riguardano il regime dei grandi fidi, la costituzione di collegi di supervisori, il rafforzamento della qualità del capitale bancario, il miglioramento della gestione del rischio di liquidità e il trattamento delle esposizioni connesse a operazioni di cartolarizzazione. Ulteriori cambiamenti alla CRD sono già all'esame in relazione, fra l'altro, al capitale prudenziale per le attività del portafoglio di negoziazione, alla cartolarizzazione e all'eliminazione di opzioni e discrezionalità nazionali. Inoltre, al fine di sottoporre a un appropriato sistema di regolamentazione e sorveglianza tutte le istituzioni, i mercati e gli strumenti di rilevanza sistemica o con un ruolo chiave nel funzionamento dei mercati, la Commissione europea ha già presentato una serie di proposte concernenti le agenzie di rating e ha annunciato ulteriori iniziative relative agli hedge fund e ai mercati degli strumenti derivati negoziati fuori borsa.

La crisi attuale ha mostrato che l'efficacia degli interventi di politica dipende dalla loro coerenza a livello mondiale. Quest'ultima deve essere garantita tramite il lavoro svolto sotto l'egida del G20.

Un rapporto pubblicato dal gruppo de Larosière nel febbraio del 2009 ha rilevato, fra l'altro, la necessità di rafforzare il quadro di prevenzione della crisi tramite adeguati sistemi per monitorare, segnalare e far fronte ai rischi sul piano macroprudenziale in una fase precoce, così come per porre rimedio agli errori nell'attività di coordinamento dell'azione di vigilanza evidenziati dalla crisi. Più specificamente, il rapporto propone la creazione di un nuovo organismo, il Consiglio europeo per i rischi sistemici, presieduto dal Presidente della BCE, sotto gli auspici e con il supporto logistico della BCE, così come la trasformazione dei comitati di livello 3 in autorità europee. Con la comunicazione del 4 marzo 2009, la Commissione europea ha approvato l'orientamento delle proposte del gruppo de Larosière e annunciato la presentazione di un pacchetto sulla vigilanza finanziaria europea entro la fine di maggio di quest'anno, su cui dovrà pronunciarsi il Consiglio europeo di giugno.

2. Sostenibilità delle finanze pubbliche e riassorbimento degli squilibri macroeconomici

Il rallentamento economico ha causato un brusco deterioramento generalizzato dei conti pubblici dei paesi dell'area dell'euro e un aumento dei rapporti tra debito pubblico lordo e PIL, in parte dovuti a ingenti ricapitalizzazioni bancarie. Le garanzie statali al settore bancario rappresentano, inoltre, consistenti passività eventuali. In aggiunta a ciò, in molti paesi dell'area un rischio aggiuntivo alla sostenibilità delle finanze pubbliche nel lungo periodo è costituito dalle ampie passività implicite derivanti da aumenti attesi della spesa totale dovuti all'invecchiamento della popolazione.

Per assicurare la sostenibilità dei conti pubblici è essenziale che siano applicate integralmente le disposizioni del Trattato dell'UE e del Patto di stabilità e di crescita, specie per quanto riguarda le procedure per i disavanzi eccessivi avviate nei confronti dei paesi con un deficit superiore al

valore di riferimento del 3 per cento del PIL. I paesi sottoposti a tali procedure devono mettere prontamente in atto interventi di risanamento e impegnarsi ad adottare misure credibili che permettano un rapido ripristino di solide posizioni di bilancio. La nuova formula per calcolare gli obiettivi a medio termine degli Stati membri dell'UE in considerazione dell'onere di bilancio derivante dall'invecchiamento della popolazione, che sarà applicata per la prima volta nei programmi di stabilità e di convergenza del 2009, dovrebbe costituire un ambizioso approccio per rendere conto delle passività implicite relative a tali costi. Infine, l'esperienza recente mostra come gli squilibri macroeconomici contribuiscano alla vulnerabilità dei paesi rispetto agli shock esterni ed evidenzia la necessità di contenere tali squilibri, fra l'altro, mediante l'adozione di politiche di bilancio sufficientemente severe.

3. Miglioramento della qualità delle finanze pubbliche

Le evidenze empiriche disponibili indicano che la qualità delle finanze pubbliche differisce in misura significativa nei vari paesi, suggerendo l'esistenza di un margine di miglioramento in termini di efficienza⁴⁾. Pertanto, oltre al mantenimento di un indirizzo adeguato, le politiche di bilancio possono apportare un contributo importante alla crescita economica e all'offerta di lavoro, migliorando la qualità della spesa pubblica e dell'imposizione. Di fatto, data la scarsità delle risorse pubbliche, è essenziale che i programmi di spesa siano attuati in modo efficiente ed efficace al fine di migliorare la produttività, le prospettive di crescita a lungo termine e la sostenibilità delle finanze pubbliche. Alcune delle misure adottate recentemente dai governi per far fronte al rallentamento economico (quali gli aumenti dell'occupazione pubblica e dei trasferimenti) rischiano di non portare a un miglioramento della qualità dei conti pubblici, in particolare perché potrebbero essere difficili da annullare, contribuendo così a creare distorsioni economiche che potrebbero inibire la crescita a lungo termine.

4. Attuazione dei “principi in materia di flessicurezza”, mediante la promozione della mobilità del lavoro e di un miglior allineamento tra l'andamento dei salari e la produttività, così come tra la crescita dell'occupazione e la competitività

In una prospettiva di più lungo periodo e guardando oltre l'attuale debolezza, le riforme attuate in passato hanno contribuito a un miglioramento strutturale del mercato del lavoro. Diverse misure adottate recentemente a livello nazionale in questo mercato, compresi gli sgravi fiscali e la riduzione dei contributi previdenziali per diminuire il cuneo fiscale e migliorare gli incentivi al lavoro, stanno andando nella giusta direzione. Gli interventi recenti per incrementare la flessibilità nel numero di ore lavorate e dare sostegno alla (ri)occupazione possono altresì aiutare a contenere l'aumento della disoccupazione e dare impulso alla ripresa⁵⁾.

Una maggiore attenzione alle misure che aumentano la flessibilità e la differenziazione delle retribuzioni contribuirebbe alla ripresa e a un funzionamento migliore dei mercati del lavoro a lungo termine. Sebbene gli Orientamenti per le politiche economiche richiedano l'attuazione dei “principi di flessicurezza”, le riforme passate non sono state sufficientemente estese. Con la ripresa dell'economia, i minori costi di licenziamento, insieme alle misure per sostenere la rioccupazione, dovrebbero incrementare gli incentivi per le imprese ad assumere nuovi dipen-

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

5) Allegato alla comunicazione della Commissione *Guidare la ripresa in Europa* del 4 marzo 2009.

denti. La contrattazione salariale dovrebbe garantire un allineamento delle retribuzioni con la produttività a livello di impresa e tenere conto del livello di disoccupazione e delle posizioni in termini di competitività. La crescente mobilità internazionale della manodopera faciliterebbe ulteriormente l'aggiustamento. In considerazione del margine di manovra limitato, la priorità va data alle riforme normative che non hanno costi diretti a carico del bilancio.

5. Aumento della flessibilità e della concorrenza nei mercati dei beni e servizi e potenziamento del mercato interno

Negli ultimi anni i progressi nelle aree di intervento che promuovono il mercato interno e la concorrenza sono stati modesti. La maggior parte degli interventi nazionali relativi alla crisi finanziaria hanno l'obiettivo di stimolare la domanda tramite il sostegno alle aziende, principalmente facilitando l'accesso al credito alle piccole e medie imprese, oltre che mediante maggiori investimenti pubblici⁶⁾. Alcune misure in esame riguardanti settori specifici includono elementi di politica industriale che rischiano di impedire la ristrutturazione economica necessaria, distorcere la concorrenza e ostacolare il funzionamento del Mercato Unico. L'orientamento nazionale degli interventi di politica determina un effetto di contagio indesiderato tra i paesi ed è quindi necessaria una sorveglianza accurata in tempo reale di tali misure.

Più importanza dovrebbe essere ora data alle misure che rafforzano la concorrenza e l'innovazione. La piena attuazione della direttiva sui servizi migliorerà probabilmente la concorrenza in questo settore. Ulteriori interventi di riforma volti a diminuire i costi di ingresso, ad accrescere l'integrazione dei mercati e a intensificare la concorrenza anche fra paesi incentiverebbero maggiormente le imprese a eliminare le inefficienze e migliorerebbero la performance e l'innovazione. L'esito positivo dei negoziati commerciali internazionali del Doha Round dovrebbe inoltre rappresentare una tappa saliente verso la maggiore integrazione e apertura dell'economia mondiale.

I progressi compiuti nelle riforme non sono sufficienti. Benché numerose misure di economia politica attuate recentemente vadano nella giusta direzione, vi è anche il rischio che alcuni interventi ostacolano il funzionamento del Mercato Unico e annullino riforme passate basate sul principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza. In particolare nella situazione attuale, vi è un'evidente necessità di concentrarsi sull'attuazione di riforme strutturali concordate, tramite un completo allineamento tra le misure a breve e le strategie a lungo termine. Occorre cogliere appieno l'opportunità offerta dalla crisi finanziaria per accelerare l'attuazione delle riforme.

6) Allegato alla comunicazione della Commissione *Guidare la ripresa in Europa* del 4 marzo 2009.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Il ritmo dell'attività dell'area dell'euro è diminuito nettamente nella seconda metà del 2008 man mano che le tensioni si sono trasmesse sempre più dal settore finanziario all'economia reale. I dati disponibili e gli indicatori delle indagini suggeriscono che l'attività economica nell'area dell'euro sarebbe rimasta molto fiacca agli inizi del 2009. L'attività rimarrà probabilmente debole per il resto dell'anno, ma dovrebbe riprendersi gradualmente nel 2010. Il sostanziale calo dei prezzi delle materie prime dall'estate del 2008 sta fornendo sostegno al reddito disponibile reale e pertanto ai consumi. In aggiunta, la domanda sia estera che interna dovrebbe trarre sempre più vantaggio dagli effetti del significativo stimolo macroeconomico in atto nonché

dalle misure prese per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario sia all'interno che all'esterno dell'area dell'euro. I rischi per queste prospettive di crescita economica sembrano sostanzialmente equilibrati. Da un lato, potrebbero esserci effetti positivi più pronunciati del previsto per via della diminuzione dei prezzi delle materie prime e delle misure di politica economica adottate. Dall'altro lato, vi sono preoccupazioni che la turbolenza dei mercati finanziari possa avere un impatto più marcato sull'economia reale, nonché che pressioni protezionistiche possano intensificarsi e che possano esserci sviluppi avversi nell'economia mondiale derivanti da 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 mercati valutari hanno continuato a evidenziare notevoli oscillazioni di gran parte delle principali valute in presenza di livelli di volatilità considerevoli, seppur in calo. Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro si è nell'insieme indebolito moderatamente dalla fine del 2008.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 1° aprile il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 21 importanti partner commerciali dell'area – era inferiore di circa l'1,5 per cento al livello di fine 2008 e superiore di circa l'1,0 per cento alla media del 2008 (cfr. figura 32). Questo moderato deprezzamento dagli inizi del 2009 riflette l'indebolimento dell'euro sul dollaro statunitense e la sterlina britannica, in parte compensato da un rafforzamento nei confronti di altre valute (soprattutto franco svizzero, yen giapponese, zloty polacco e fiorino ungherese).

Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro ha continuato a subire notevoli oscillazioni negli ultimi tre mesi. In particolare l'euro si è deprezzato in gennaio, a causa del perdurare dei fattori transitori favorevoli al dollaro statunitense e dell'emergere di ulteriori segnali della gravità della contrazione nell'area dell'euro (cfr. figura 32). Si è poi stabilizzato in febbraio, in parte come reazione alle numerose misure di sostegno adottate dai governi e dalle autorità monetarie di tutto il mondo, e ha segnato una ripresa in marzo nel contesto di un lieve calo dell'avversione al rischio rispetto agli elevati livelli osservabili dalla fine del 2008.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

L'euro ha iniziato a rafforzarsi sul dollaro statunitense agli inizi di marzo e ancor più dal 18 del mese, quando il Federal Open Market Committee ha annunciato ulteriori misure non convenzionali intese a ripristinare la fiducia e la liquidità sui mercati finanziari, esprimendo tra l'altro

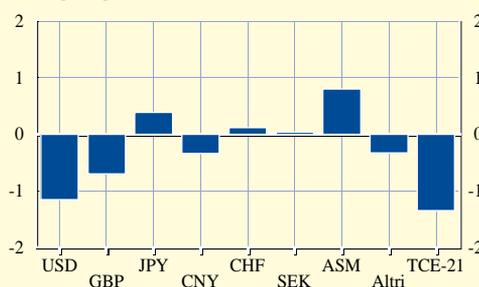
Figura 32 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti¹⁾

(dati giornalieri)



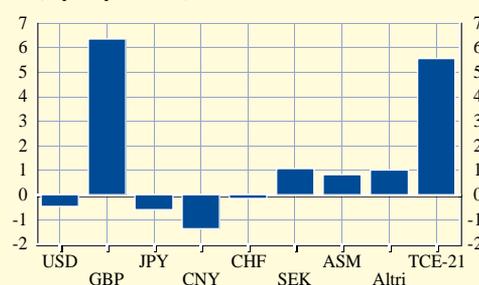
Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale²⁾

Dal 31 dicembre 2008 al 1° aprile 2009
(in punti percentuali)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale²⁾

Dal 3 gennaio 2005 al 1° aprile 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.

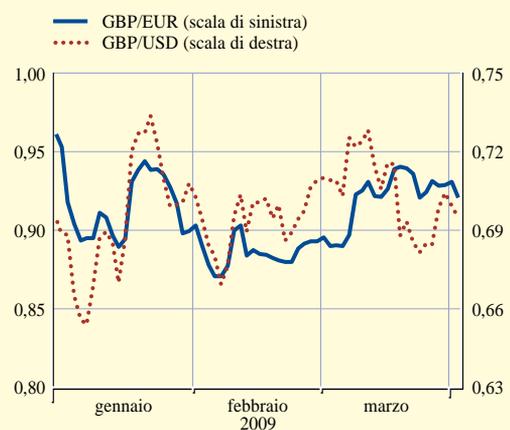
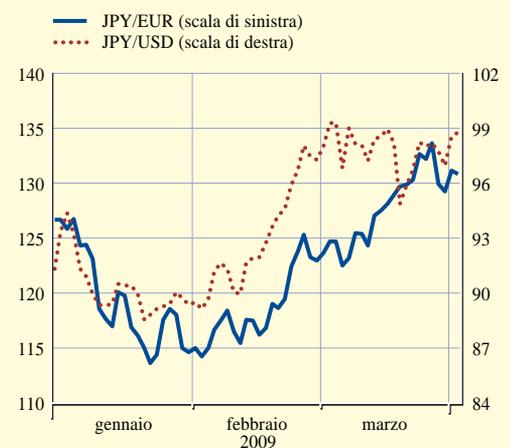
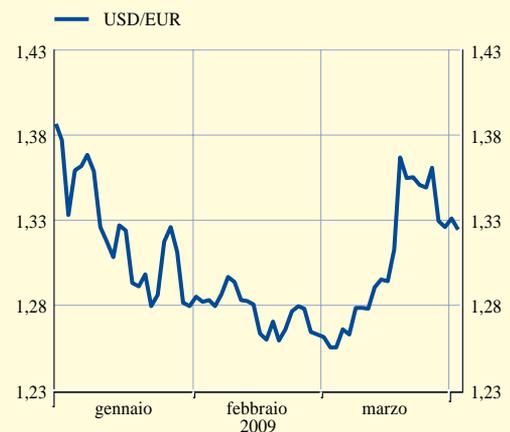
l'intenzione di acquistare fino a 300 miliardi di dollari statunitensi di titoli del Tesoro a più lunga scadenza. Il 19 marzo il tasso di cambio bilaterale dell'euro con il dollaro si era apprezzato del 5 per cento rispetto a due giorni prima, riflettendo l'impatto a breve termine dell'annuncio, ma nelle giornate successive parte di questo rapido apprezzamento andava perso. Il 1° aprile l'euro era scambiato a 1,32 dollari, un livello ancora inferiore di circa il 5 per cento rispetto a fine dicembre e del 10 per cento più debole del suo valore medio del 2008 (cfr. figura 33). Il rafforzamento di marzo ha fatto seguito a un indebolimento complessivo nei due mesi precedenti. In gennaio la moneta unica europea ha perso terreno rispetto a quella statunitense, a causa di dati macroeconomici che segnalavano la necessità di significative correzioni delle prospettive per la crescita dell'area dell'euro. Anche il lieve ampliamento dei differenziali fra i titoli di Stato dell'area – che potrebbe aver riflesso la revisione, da parte degli operatori, delle prospettive di bilancio a medio termine per una serie di paesi membri – può avere contribuito a deprimere il cambio. Dopo essersi stabilizzato in febbraio, l'euro ha segnato una ripresa a marzo in presenza di crescenti segnali di normalizzazione dei mercati finanziari.

YEN GIAPPONESE/EURO

A metà febbraio l'euro ha iniziato ad apprezzarsi nei riguardi dello yen giapponese. Questo trend è continuato in marzo, poiché l'effetto negativo sulla divisa nipponica del forte calo dell'attività in Giappone nell'ultimo trimestre 2008 è stato rafforzato da significative correzioni delle prospettive per la crescita, che hanno messo in luce la misura in cui il paese è stato colpito dalla recessione mondiale. Il 1° aprile l'euro era quotato a 130,9 yen, un valore superiore del 3,7 per cento a quello di fine dicembre (cfr. figura 33) ma ancora inferiore di circa il 14 per cento rispetto alla media del 2008. Il recente apprezzamento segue un prolungato periodo di debolezza della moneta unica europea rispetto a quella nipponica protrattasi durante la seconda metà del 2008 e nel gennaio del 2009. La forza generalizzata dello yen in tale periodo va ricondotta sia alla maggiore percezione dei rischi sui mercati fi-

Figura 33 Tassi di cambio

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

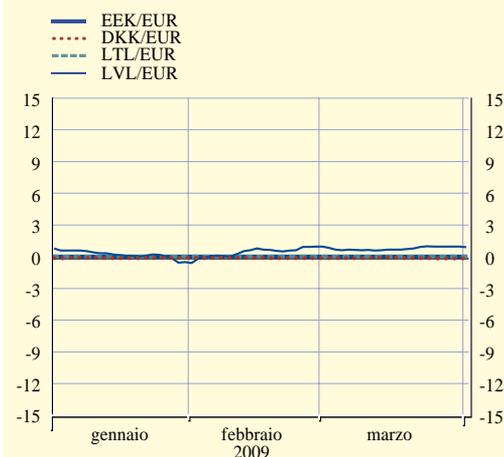
nanziari sia all'assottigliarsi dei differenziali di interesse tra le principali aree economiche, che hanno nell'insieme reso meno appetibile l'utilizzo della moneta giapponese per finanziare le operazioni di *carry trade*. Anche la riduzione massiccia e generalizzata della leva finanziaria, determinata dalle diffuse esigenze di liquidità, e il probabile incremento del ricorso alla copertura contro il rischio di cambio possono avere sostenuto lo yen fino a gennaio.

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). Il lat lettone si è apprezzato in gennaio, raggiungendo temporaneamente la fascia superiore della sua banda di oscillazione, ma si è poi deprezzato in febbraio e a fine marzo era scambiato a un livello inferiore di quasi l'1 per cento alla sua parità centrale.

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.

Con riferimento alle divise degli altri Stati membri dell'UE che non partecipano agli AEC II, tra la fine di febbraio e i primi di marzo l'euro si è rafforzato sulla sterlina in presenza di una serie di indicazioni che confermavano la gravità dell'attuale recessione nel Regno Unito. Il 1° aprile la moneta unica europea era scambiata a 0,92 sterline, un livello inferiore del 3,3 per cento rispetto a tre mesi prima e superiore del 15,5 per cento alla media del 2008. Questo recente apprezzamento fa seguito a un indebolimento in gennaio, dopo il massimo storico di 0,98 sterline del 29 dicembre 2008. La risposta dei mercati riguardo ai livelli attorno ai quali era scambiata la sterlina a fine 2008 rispetto alle medie storiche avrebbero fornito un certo sostegno alla divisa britannica in gennaio e agli inizi di febbraio, nonostante la decisione di abbassare di altri 50 punti base i tassi ufficiali adottata dalla Bank of England il 9 gennaio e i nuovi segnali di debolezza del settore bancario del paese. Dalla fine del 2008 l'euro ha guadagnato circa il 14 per cento sul fiorino ungherese e quasi il 10 per cento sullo zloty polacco, anche se in marzo entrambe le valute hanno recuperato parte delle perdite precedenti.

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 sull'indebolimento dell'euro rispetto al franco svizzero, ridimensionando il ruolo di quest'ultimo come moneta di finanziamento nelle operazioni di *carry trade*. In aggiunta, il franco è stato percepito dagli operatori come una valuta rifugio durante le turbolenze finanziarie. L'euro ha continuato a deprezzarsi sulla divisa elvetica fino ai primi di marzo. Dopo la riunione di politica monetaria della Banca nazionale svizzera il 12 marzo e l'annuncio di un intervento della Banca sul mercato elvetico delle obbligazioni societarie e sui mercati valutari, il franco ha accusato un indebolimento piuttosto significativo. Il 1° aprile l'euro è stato scambiato a 1,51 franchi, un livello superiore di circa il 2 per cento rispetto a fine dicembre e inferiore del 5 per cento rispetto alla media del 2008. Nei primi tre mesi del 2009 la moneta unica europea ha perso circa il 9 per cento sulla corona norvegese, poiché gli investitori avrebbero ricercato un "approdo sicuro" in paesi con avanzi correnti.

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

In gennaio il disavanzo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha continuato ad ampliarsi, raggiungendo i 73,9 miliardi di euro (pari allo 0,8 per cento del PIL), soprattutto a causa del crescente disavanzo dei beni. Per quanto riguarda il conto finanziario, nei dodici mesi fino a gennaio gli afflussi per investimenti diretti e di portafoglio sono saliti nel loro insieme a 110,5 miliardi di euro. Tale andamento è da ricondurre in larga parte ai maggiori afflussi per investimenti di portafoglio.

INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

Proseguendo una generalizzata tendenza all'aumento iniziata a metà 2008, in gennaio 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) 73,9 miliardi di euro (pari allo 0,8 per cento del PIL), a fronte di un avanzo di 17,0 miliardi un anno prima. Ciò è in gran parte riconducibile al cambiamento di segno, da positivo a negativo, del saldo dei beni; vi hanno contribuito anche il passaggio in disavanzo del conto dei redditi e un lieve calo dell'avanzo di quello dei servizi. Il deterioramento dell'interscambio di beni – in presenza di un maggior costo delle importazioni di petrolio nella prima metà del 2008 e di un rallentamento delle esportazioni su scala mondiale nel secondo semestre – ha fatto registrare al conto dei beni un disavanzo cumulato su dodici mesi pari a 6,6 miliardi di euro in gennaio, contro un avanzo di 49,5 miliardi un anno prima (cfr. figura 35).

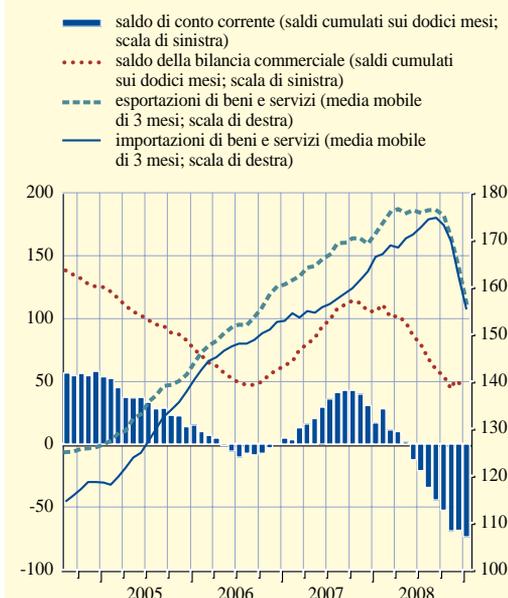
Per quanto concerne gli andamenti più recenti, nei tre mesi fino a gennaio si è accentuata la contrazione dell'interscambio di beni dell'area dell'euro: le esportazioni e le importazioni sono diminuite, in valore, rispettivamente del 12,4 e 11,5 per cento sul trimestre precedente, contro un calo dell'1,2 e dello 0,3 per cento nei tre mesi fino a ottobre (cfr. tavola 7).

La scomposizione dell'interscambio di beni in volumi e prezzi, disponibile fino a dicembre, segnala che il forte rallentamento complessivo è principalmente riconducibile alla flessione dei volumi. La decelerazione delle esportazioni in volume, iniziata nel secondo trimestre, si è notevolmente intensificata nel quarto. Ciò è ascrivibile soprattutto alla più debole domanda mondiale e, a partire da settembre, al deteriorarsi delle condizioni di finanziamento del commercio a livello mondiale. Il calo delle importazioni in valore osservato nell'ultimo trimestre del 2008 va ricondotto a una flessione sia dei volumi sia dei prezzi, che è principalmente attribuibile ai ribassi delle quotazioni del petrolio e delle materie prime non energetiche e all'indebolimento della domanda interna.

Se nel quarto trimestre del 2008 i prezzi all'importazione sono scesi per il ridimensionamento

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

(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	2008 dic.	2009 gen.	Medie mobili di 3 mesi dati a fine			Dati cumulati sui 12 mesi a fine		
			2008 apr.	2008 lug.	2008 ott.	2009 gen.	2009 gen.	
<i>Miliardi di euro</i>								
Conto corrente (saldo)	-7,6	-12,7	-0,3	-4,7	-7,6	-12,0	17,0	-73,9
Beni (saldo)	-0,1	-2,3	3,0	-0,6	-1,8	-2,9	49,5	-6,6
Esportazioni	116,0	111,0	134,3	134,5	132,9	116,4	1.524,7	1.554,1
Importazioni	116,1	113,0	131,2	135,1	134,7	119,2	1.475,2	1.560,7
Servizi (saldo)	4,7	4,6	5,1	3,7	3,8	4,2	56,1	50,3
Esportazioni	39,8	39,6	42,3	41,2	42,3	40,3	493,5	498,1
Importazioni	35,0	35,0	37,2	37,6	38,5	36,0	437,4	447,9
Redditi (saldo)	-4,3	-4,2	-0,6	-0,9	-2,1	-4,1	5,3	-23,1
Trasferimenti correnti (saldo)	-8,0	-10,8	-7,9	-6,8	-7,5	-9,2	-93,9	-94,4
Conto finanziario (saldo)¹⁾	6,9	54,2	6,8	31,0	26,3	22,2	8,8	258,7
Investimenti diretti e di portafoglio	-4,8	-22,8	-21,3	14,3	53,7	-9,8	19,8	110,5
Investimenti diretti	-15,9	-19,5	-21,7	-13,3	-14,7	-29,2	-148,1	-236,7
Investimenti di portafoglio	11,1	-3,3	0,3	27,5	68,4	19,4	167,9	347,1
Azioni	23,3	-51,7	4,6	-1,0	-15,7	2,5	28,8	-28,5
Strumenti di debito	-12,2	48,4	-4,2	28,5	84,0	16,9	139,0	375,6
Obbligazioni e notes	-13,3	20,8	3,1	23,3	20,0	9,7	198,1	168,4
Strumenti del mercato monetario	1,1	27,6	-7,3	5,2	64,0	7,2	-59,1	207,3
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
Beni e servizi								
Esportazioni	-4,7	-3,3	3,0	-0,5	-0,3	-10,6	9,0	1,7
Importazioni	-9,1	-1,9	1,2	2,5	0,3	-10,3	6,9	5,0
Beni								
Esportazioni	-4,9	-4,3	4,1	0,2	-1,2	-12,4	8,3	1,9
Importazioni	-9,5	-2,4	1,6	3,0	-0,3	-11,5	6,1	5,8
Servizi								
Esportazioni	-4,2	-0,4	-0,3	-2,4	2,6	-4,8	11,5	0,9
Importazioni	-8,1	-0,0	-0,3	1,1	2,4	-6,3	9,8	2,4

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.

dei corsi del petrolio, il rincaro del greggio e delle materie prime non petrolifere ha continuato a costituire la determinante principale della crescita delle importazioni in valore sui dodici mesi. A novembre il disavanzo petrolifero cumulato su dodici mesi è salito complessivamente a 216,6 miliardi di euro, dai 172,2 miliardi di un anno prima.

La disaggregazione geografica dell'interscambio di beni dell'area dell'euro mostra che nell'ultimo trimestre del 2008 le esportazioni in volume verso Stati Uniti, Regno Unito, Asia e gli Stati membri che hanno aderito all'Unione europea dal 2004 sono diminuite rispetto al trimestre precedente. Quelle destinate ai paesi appartenenti all'OPEC hanno invece continuato a evidenziare una dinamica piuttosto vivace, nonostante la flessione dei ricavi petroliferi dovuta ai ribassi del greggio. In termini di categorie ampie di beni, nel quarto trimestre il calo più significativo delle esportazioni in volume è stato registrato dai beni intermedi. Le importazioni sono invece diminuite in particolare per i beni di investimento, di riflesso alla complessiva decelerazione dell'attività economica mondiale e all'elevata intensità di prodotti di importazione in questa categoria merceologica.

Per quanto riguarda le altre voci del conto corrente, nei dodici mesi fino a gennaio l'avanzo dei servizi è sceso a 50,3 miliardi di euro (dai 56,1 miliardi di un anno prima). Il saldo del conto dei redditi

si è ridotto di 28,4 miliardi di euro, registrando un disavanzo di 23,1 miliardi contro un avanzo di 5,3 miliardi nel precedente periodo di dodici mesi, principalmente per effetto dei maggiori esborsi verso soggetti non residenti nell'area. Il disavanzo nei trasferimenti correnti è salito lievemente, da 93,9 a 94,4 miliardi di euro.

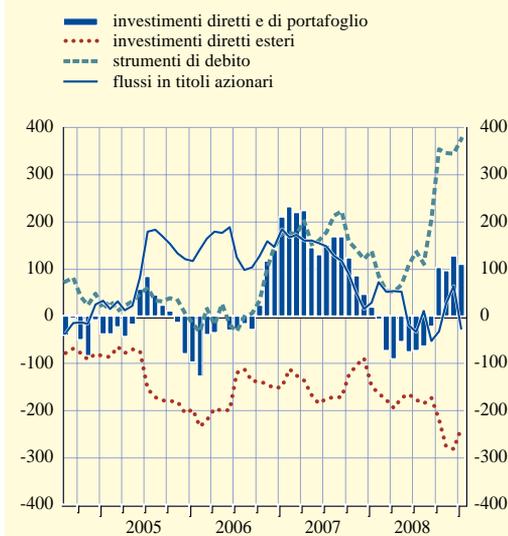
CONTO FINANZIARIO

In gennaio gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti cumulati su dodici mesi per 110,5 miliardi di euro, contro afflussi netti per 19,8 miliardi un anno prima (cfr. figura 36). Ciò va ricondotto principalmente ai maggiori flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio, dovuti soprattutto ai più elevati investimenti netti in strumenti del mercato monetario. Il contesto di accresciuta avversione al rischio e i problemi di liquidità successivi all'intensificarsi delle turbolenze finanziarie nel settembre 2008 hanno indotto gli investitori, sia residenti sia non residenti, a rimpatriare i capitali dall'estero e a diversificare i propri portafogli acquistando prodotti più liquidi, quali gli strumenti del mercato monetario. Nello specifico, gli afflussi netti per questi strumenti si sono impennati nei dodici mesi fino a gennaio (a 207,3 miliardi, contro deflussi netti per 59,1 miliardi un anno prima), raggiungendo in settembre e ottobre il loro livello più elevato dal 1999. Un ulteriore fattore è legato alla maggiore preferenza degli investitori per le attività emesse sull'interno (*home bias*): a gennaio il conto degli investimenti diretti ha registrato un calo sui dodici mesi dal lato sia delle attività sia delle passività. Ciò nonostante, gli investimenti netti di soggetti esteri nell'area sono diminuiti più di quelli dei residenti dell'area all'estero.

Per quanto concerne gli andamenti più recenti, nei tre mesi fino a gennaio gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme deflussi mensili netti medi per 9,8 miliardi di euro, a fronte di afflussi netti per 53,7 miliardi nel precedente periodo di tre mesi (cfr. tavola 7). L'inversione di segno è principalmente connessa ai minori flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio, in particolare in strumenti del mercato monetario.

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

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



Fonte: BCE.

IL FINANZIAMENTO ESTERNO DELLE FAMIGLIE E DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE: UN CONFRONTO TRA L'AREA DELL'EURO E GLI STATI UNITI

In questo articolo viene messo a confronto il finanziamento esterno delle famiglie e delle società non finanziarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti durante il periodo compreso tra il 2000 e il terzo trimestre 2008, con un'attenzione particolare per la fase di turbolenza finanziaria. La quota del finanziamento totale rappresentata dall'intermediazione bancaria (qui intesa come l'erogazione e la detenzione di prestiti da parte delle banche) è molto superiore nell'area dell'euro che negli Stati Uniti, dove svolgono un ruolo maggiore i soggetti non bancari (come le agenzie di emanazione governativa e gli emittenti privati di titoli garantiti da attività) e il mercato (comprese le cartolarizzazioni, mediante le quali i prestiti bancari vengono rimossi dai bilanci delle banche). Durante la fase di turbolenza iniziata a metà del 2007, la crescita del finanziamento esterno delle famiglie e delle società non finanziarie ha rallentato in entrambe le aree economiche; inoltre, le società non finanziarie hanno fatto un maggiore ricorso al canale bancario sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Nel caso specifico delle imprese non finanziarie statunitensi, ciò è probabilmente connesso ai problemi incontrati dalle banche nel rimuovere i prestiti dai rispettivi bilanci attraverso attività di cessione e cartolarizzazione. Benché i criteri per l'erogazione dei prestiti bancari siano stati notevolmente inaspriti e il costo del finanziamento sia aumentato sensibilmente per le società non finanziarie di entrambe le aree economiche, al terzo trimestre del 2008 non esistevano indicazioni chiare di un impatto sostanziale sugli andamenti finanziari proveniente dalle restrizioni quantitative al credito imposte alle società dell'area dell'euro.

I INTRODUZIONE

La struttura e l'evoluzione del finanziamento esterno delle famiglie e delle società non finanziarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, in primo luogo, sono strettamente connesse alla configurazione dei rispettivi sistemi finanziari: nell'area dell'euro l'intermediazione bancaria svolge un ruolo maggiore e, di conseguenza, i prestiti nei bilanci delle banche incidono molto di più che negli Stati Uniti sul finanziamento esterno totale di famiglie e società non finanziarie. In secondo luogo esse offrono alcuni ragguagli interessanti circa il fabbisogno di finanziamento esterno nel contesto degli andamenti economici, del reddito disponibile e del saggio di risparmio delle famiglie, nonché dell'evoluzione degli utili e degli investimenti societari. In terzo luogo la struttura del finanziamento esterno fornisce informazioni circa l'importanza relativa degli strumenti di finanziamento esterno e dell'innovazione finanziaria, ad esempio in termini della crescente importanza delle cartolarizzazioni negli anni immediatamente precedenti l'inizio delle turbolenze a metà 2007, oltre che sul successivo ridimensionamento del ruolo di tali alternative.

Le turbolenze finanziarie hanno influito sul finanziamento esterno delle famiglie e delle società non finanziarie, poiché hanno determinato il venir meno di alcune fonti di finanziamento e posto degli interrogativi circa gli ostacoli all'accesso ai finanziamenti. In tale contesto, risulta interessante raffrontare la misura in cui le turbolenze su scala mondiale hanno inciso sul finanziamento esterno in aree economiche con strutture finanziarie diverse quali l'area dell'euro e gli Stati Uniti.

Rispetto agli Stati Uniti, nell'area dell'euro il ruolo dominante delle banche nell'attività di finanziamento e la minore diffusione delle cartolarizzazioni hanno limitato le possibilità di reintermediazione e di possibile sostituzione del finanziamento non bancario e basato sul mercato con quello bancario a seguito delle turbolenze. Inoltre, i minori livelli di indebitamento e il maggiore saggio di risparmio delle famiglie dell'area dell'euro dovrebbero rendere queste ultime meno dipendenti dal finanziamento esterno per il sostegno ai consumi e meno sensibili alle variazioni di valore delle attività. Le società non finanziarie dell'area dell'euro potrebbero essere invece più vulnerabili al variare delle condizioni finanziarie, nonostante i

La dimensione del mercato dei capitali connesso al settore privato nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(in percentuale del PIL, fine anno)

	Area dell'euro		Stati Uniti	
	1998	2007	1998	2007
Mercato dei capitali connesso al settore privato	200	311	300	375
<i>di cui:</i>				
azioni quotate emesse	63	85	145	144
titoli di debito emessi dal settore privato	45	81	107	168
prestiti bancari al settore privato	92	145	49	63

Fonti: BRI, DataStream, BCE, Eurostat, FMI, World Federation of Exchanges ed elaborazioni BCE.

Note: la dimensione del mercato dei capitali è data dalla somma della capitalizzazione di borsa (azioni quotate emesse), dei prestiti bancari erogati al settore privato e dei titoli di debito emessi dal settore privato. Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

livelli di indebitamento generalmente comparabili a quelli delle controparti negli Stati Uniti, in quanto hanno fatto un maggiore ricorso all'indebitamento netto per finanziare i loro investimenti.

Di conseguenza, per comprendere in che misura la crisi abbia colpito le famiglie e le società non finanziarie delle due aree economiche, è importante analizzare le posizioni finanziarie e l'evoluzione del finanziamento. Inoltre, poiché dall'inizio delle turbolenze i modelli di finanziamento delle famiglie e delle società non finanziarie si sono modificati, questo articolo distingue tra due fasi, la prima compresa tra il 2000 e la metà del 2007¹⁾ e la seconda tra la metà del 2007 e il terzo trimestre 2008 (l'ultimo periodo per il quale sono disponibili serie statistiche complete relative all'area dell'euro). Non si tiene quindi conto degli sviluppi intercorsi dal settembre 2008, dopo l'intensificarsi e il diffondersi della crisi finanziaria.

Su tale sfondo, l'articolo prende principalmente in esame i flussi di finanziamento esterno delle famiglie e delle società non finanziarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti e ne mette a confronto la significatività e le variazioni nel tempo. Nella seconda sezione fornisce una panoramica sintetica di alcune caratteristiche fondamentali dei mercati dei capitali nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. Nella terza descrive sia la situazione finanziaria sia la struttura e l'evoluzione del finanziamento delle famiglie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, mentre

nella quarta presenta la medesima analisi con riferimento alle società non finanziarie. La quinta sezione conclude.

2 IL SISTEMA FINANZIARIO NELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI

La struttura del finanziamento esterno delle famiglie e delle società non finanziarie è connessa a quella del sistema finanziario, vale a dire all'importanza relativa del finanziamento bancario (qui inteso come l'erogazione e la detenzione di prestiti da parte delle banche) rispetto a quello basato sul mercato (compresa l'opzione di vendere a soggetti non bancari oppure cartolarizzare i prestiti erogati dalle banche). Nell'insieme, i mercati dei capitali connessi al settore privato sono lievemente più sviluppati negli Stati Uniti (375 per cento del PIL nel 2007) che nell'area dell'euro (311 per cento del PIL, cfr. la tavola). Nell'area dell'euro il sistema finanziario è tradizionalmente basato per lo più sulle banche: nel 2007 i prestiti al settore privato rimasti sui bilanci bancari erano pari al 145 per cento del PIL. Negli Stati Uniti il finanziamento bancario al settore privato (mediante prestiti erogati e detenuti dalle banche) è invece molto meno importante e nel 2007 rappresentava il 63 per cento del PIL.

1) Per un confronto con il periodo compreso tra la metà degli anni novanta e il 2002, cfr. l'articolo *Andamenti dei bilanci del settore privato nell'area dell'euro e negli Stati Uniti* nel numero di febbraio 2004 di questo Bollettino.

Benché negli ultimi dieci anni la capitalizzazione del mercato azionario (azioni quotate emesse) e di quello delle obbligazioni societarie (titoli di debito emessi dal settore privato) dell'area dell'euro sia aumentata, collocandosi rispettivamente all'85 e 81 per cento del PIL nel 2007, essa rimane notevolmente inferiore rispetto agli Stati Uniti (dove nel 2007 era rispettivamente pari al 144 e 168 per cento del PIL).

Il sistema statunitense, più basato sul mercato, riflette il consolidato processo di disintermediazione dei decenni precedenti. Quello dell'area dell'euro, fondato prevalentemente sull'intermediazione bancaria, è invece cambiato negli ultimi anni²⁾: la rapida crescita delle cartolarizzazioni e l'impennata dei prestiti sindacati, prima del rallentamento riconducibile alla turbolenza finanziaria iniziata a metà 2007, ha indotto le banche a orientarsi maggiormente verso il mercato. L'innovazione finanziaria, compresa in particolare la possibilità di raccogliere capitali attraverso i processi di cartolarizzazione³⁾, ha influito in senso positivo sui costi di finanziamento del settore bancario. Tali andamenti hanno sfumato i tradizionali confini tra i sistemi basati sulle banche e quelli fondati sul mercato. Inoltre le banche hanno potuto concedere prestiti aggiuntivi senza aumentare il grado di leva grazie all'opzione di vendere attività nel contesto delle cartolarizzazioni *pro soluto*, almeno nella misura in cui sono riuscite a rimuovere ("stralciare") tali attività dai rispettivi bilanci. Questa modalità di finanziamento ha a sua volta influito sui prezzi dei prestiti bancari e contribuito in generale a una maggiore disponibilità di credito nell'economia dell'area dell'euro durante gli anni immediatamente precedenti la metà del 2007. Ciò ha trovato riflesso in un crescente divario tra i prestiti e i depositi bancari riferibili al settore privato (il cosiddetto "fabbisogno di finanziamento"), anche se tali depositi sono rimasti la principale fonte di finanziamento per le banche dell'area.

Nell'area dell'euro, in linea con il predominio dell'intermediazione bancaria all'interno del sistema finanziario, il finanziamento esterno delle società non finanziarie è composto in larga misura da prestiti erogati e detenuti dalle banche.

Negli Stati Uniti è invece molto maggiore la quota rappresentata da soggetti non bancari e dal mercato. L'importanza dei prestiti non bancari riflette il ruolo più importante delle cartolarizzazioni e dei prestiti sindacati rispetto all'area dell'euro. Questo maggior peso della cartolarizzazione può essere in parte ricondotto ai principi contabili statunitensi, grazie ai quali le banche riescono più facilmente a stralciare dai loro bilanci i prestiti bancari ceduti a soggetti non bancari nel contesto di una cartolarizzazione. Un quadro analogo emerge nel caso delle famiglie. In entrambe le aree valutarie, le banche costituiscono la principale fonte di finanziamento per questo settore. Negli Stati Uniti, tuttavia, il ventaglio di istituzioni che acquistano i prestiti erogati dalle banche è notevolmente più ampio che nell'area dell'euro. Tra queste istituzioni, create per accrescere la disponibilità e ridurre il costo del credito a determinati settori dell'economia, figurano la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) e la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), che hanno in particolare il compito di promuovere l'acquisto di abitazioni private. L'aumento dell'offerta di credito deriva da una garanzia governativa implicita che consente a queste due agenzie di finanziare le loro attività (acquisto, garanzia e cartolarizzazione dei mutui ipotecari) a costi inferiori. Alle società di emanazione governativa si aggiunge una serie di emittenti privati di titoli garantiti da attività (*Asset-Backed Securities*, ABS) più ampia rispetto all'area dell'euro. Tali emittenti, spesso collegati a banche, sono cresciuti in dimensioni e importanza dal 2004. Oltre a rappresentare una reazione all'inasprimento dei requisiti patrimoniali e dei controlli sui bilanci applicati alle agenzie di emanazione governativa, ciò è riconducibile anche alle modifiche del quadro normativo che hanno intensificato la crescita delle attività fuori bilancio delle banche e fatto aumentare i rapporti di leva finanziaria.

2) Cfr. l'articolo *Il ruolo delle banche nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria* nel numero di agosto 2008 di questo Bollettino.

3) Per maggiori dettagli, cfr. l'articolo *La cartolarizzazione nell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2008 di questo Bollettino.

Allo stesso tempo, su scala mondiale, il passaggio dal tradizionale modello basato sull'originare e tenere in portafoglio ("originate to hold") a un approccio consistente nell'originare e poi distribuire ("originate to distribute") è stato accompagnato da una sottovalutazione dei rischi, da un allentamento dei criteri di sottoscrizione e da un crescente ricorso a strumenti creditizi complessi e poco trasparenti. Tali strumenti si sono dimostrati fragili in situazioni di tensione, soprattutto

nel contesto della turbolenza finanziaria conseguente alla crisi dei mutui *sub-prime* negli Stati Uniti. Il prosciugamento della liquidità in alcuni mercati dall'inizio delle turbolenze, connesso alla maggiore avversione al rischio degli investitori, ha determinato una ripresa del canale bancario in percentuale del finanziamento esterno totale dei mutuatari privati, e in particolare delle società non finanziarie, sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti (cfr. le sezioni 3 e 4).

Riquadro

UN CONFRONTO TRA I CONTI DELL'AREA DELL'EURO E I CONTI MACROECONOMICI INTEGRATI DEGLI STATI UNITI

I conti dell'area dell'euro

I conti dell'area dell'euro (*Euro Area Accounts*, EAA) presentano un quadro completo degli andamenti economici e finanziari dell'area suddivisi per settore istituzionale. Essi costituiscono l'attuazione pratica dei conti economici integrati descritti nel *System of National Accounts 1993* (SNA93) e nel sistema europeo di conti nazionali e regionali (*European System of National and Regional Accounts*, ESA95). Nei conti non finanziari, gli EEA distinguono cinque settori istituzionali (società non finanziarie, società finanziarie, settore pubblico, famiglie e istituzioni senza fini di lucro che offrono servizi alle famiglie, resto del mondo). Nei conti finanziari, dividono le società finanziarie in: istituzioni finanziarie monetarie (IFM), società di assicurazione e fondi pensione (SAFP), altri intermediari finanziari (AIF). Gli EEA offrono una descrizione completa di tutte le transazioni (da quelle che generano reddito a quelle finanziarie) tra operatori economici in un periodo determinato, oltre che delle altre variazioni nelle attività e nei bilanci finanziari. Essi sono quasi interamente conciliati: gli impieghi (comprese le variazioni delle attività finanziarie) sono pari alle fonti (comprese le variazioni delle passività) per tutti i flussi e le consistenze del sistema e non esistono discrepanze statistiche relative ai settori delle società finanziarie, al settore pubblico e al resto del mondo.

Gli EEA sono pubblicati con frequenza trimestrale dal giugno 2007; inoltre, serie storiche sono disponibili dal primo trimestre 1999. La compilazione dei conti non finanziari è curata di concerto dalla BCE e dall'Ufficio statistico delle Comunità europee (Eurostat), mentre quella dei conti finanziari è affidata alla sola BCE.

I conti macroeconomici integrati degli Stati Uniti

Il Board of Governors del Federal Reserve System (FRB) pubblica le tabelle contenenti le statistiche dei *Flow of Funds Accounts* (FFA) con cadenza trimestrale dal 1959. Tali tabelle riportano sia le operazioni riportate nel conto capitale (risparmi e spesa per investimenti) sia i finanziamenti e gli investimenti finanziari dei settori istituzionali. Il Bureau of Economic Analysis (BEA) produce sia i *National Income and Product Accounts* (NIPA), che oltre a concentrarsi sugli aggregati macroeconomici forniscono anche una scomposizione per settore istituzionale e operazione, sia gli *International Transactions Accounts* (ITA).

Benché i NIPA, gli FFA e gli ITA costituiscano nel loro insieme gran parte dei conti economici descritti negli SNA93, le statistiche che contengono non sono pienamente integrate e mostrano alcune incoerenze. Dal 2006 il BEA e l'FRB pubblicano assieme dei dati annuali denominati "Conti macroeconomici integrati degli Stati Uniti" (*Integrated Macroeconomic Accounts of the United States, SNA-USA*), i quali descrivono l'intera sequenza di conti. Gli SNA-USA non offrono tuttavia una conciliazione per operazioni e settori. Differiscono inoltre per alcuni versi dal quadro SNA93, ad esempio nella demarcazione tra il settore delle società non finanziarie e quello delle famiglie. Negli Stati Uniti le imprese individuali e le società di persone rientrano nel sottosectore delle imprese non finanziarie non costituite in società. In aggiunta questo sottosectore, che fa parte del settore delle imprese non finanziarie, comprende le persone fisiche percettrici di canoni di locazione. Quindi, per assicurare la coerenza con gli SNA93 (e la comparabilità con gli EEA), parte di questo sottosectore dovrebbe essere fatta rientrare nel settore delle famiglie.

Comparabilità dei sistemi di conti delle due aree valutarie

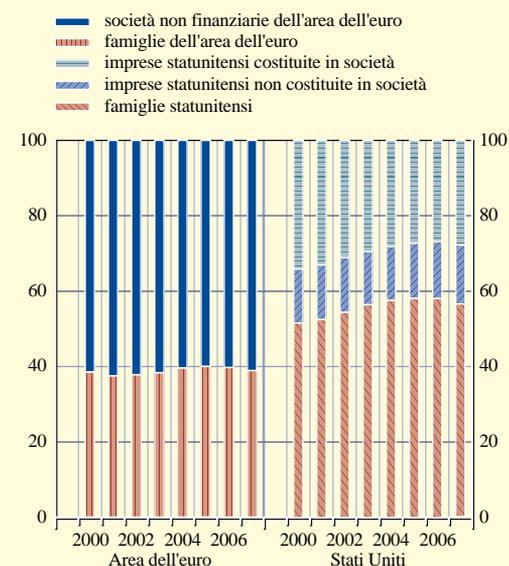
I conti finanziari EEA presentano il settore delle IFM, consolidato per gran parte delle operazioni, assieme a quelli degli AIF e dei SAFF. Gli SNA-USA coprono il settore delle società finanziarie nel suo insieme, mentre gli FFA offrono una scomposizione più dettagliata. Il settore delle IFM negli EEA corrisponde sostanzialmente a quattro sottosectori finanziari non consolidati negli FFA (banche centrali, banche commerciali, casse di risparmio e società cooperative di credito).

In termini di copertura delle attività gli EEA, a differenza degli SNA-USA e degli FFA, non forniscono ancora una stima delle attività non finanziarie suddivisa per settore. Altre discrepanze riguardano la definizione degli investimenti e delle attività non finanziarie del settore pubblico con riferimento a determinate tipologie di spesa per la difesa. Inoltre, contrariamente agli EEA, gli SNA-USA e gli FFA non includono nelle loro statistiche i prestiti e le partecipazioni a livello intersocietario. Quest'ultima differenza è particolarmente rilevante nel caso di acquisti di capitale azionario connessi alle attività di fusione e acquisizione che, se finanziati tramite indebitamento, possono determinare un'emissione azionaria di segno negativo nelle statistiche statunitensi.

La diversa classificazione delle imprese non costituite in società influisce anche sulla comparabilità delle statistiche relative al debito. La figura mostra il debito dei vari settori in percentuale del totale relativo ai settori non finanziari privati nelle due aree economiche. Il fatto che negli Stati Uniti il debito contratto da determinate imprese non costituite in società sia classificato come parte di quello del settore delle imprese comporta un valore inferiore per il debito delle famiglie (e uno superiore per quello del settore delle imprese) rispetto a quanto si otterrebbe utilizzando un metodo di

Scomposizione del debito dei settori privati non finanziari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti

(percentuali)



Fonti: BCE e Board of Governors del Federal Reserve System.

calcolo comparabile a quello impiegato per calcolare il debito delle famiglie negli EEA. Nella figura, l'area corrispondente al debito totale del settore delle imprese non costituite in società fornisce un limite superiore a tale differenza.

Per essere pienamente confrontabili, le statistiche sul debito delle società nelle due aree economiche dovrebbero essere corrette anche per le differenze di valutazione dei titoli di debito: mentre negli EEA questi titoli sono valutati a prezzi di mercato, negli FFA statunitensi sono calcolati al valore nominale corretto per gli interessi maturati. Analogamente, le azioni non quotate sono valutate al valore contabile negli Stati Uniti e in base a stime del valore corrente negli EEA.

Ulteriori differenze tra le statistiche statunitensi e gli EEA si rilevano nei dati trimestrali. Ad esempio i NIPA e gli FFA utilizzano il concetto di "reddito personale disponibile netto", che è lievemente diverso da quello europeo di "reddito disponibile netto" in quanto comprende gli interessi e i trasferimenti correnti maturati nel periodo di riferimento e non ancora corrisposti. Tali voci sono registrate nei conti come parte delle "spese personali", una categoria più ampia rispetto alla definizione di consumi finali individuali contenuta negli SNA93. Inoltre, gli FFA considerano i beni di consumo durevoli delle famiglie come attività non finanziarie, mentre i NIPA li escludono dagli investimenti fissi lordi (creando un'incoerenza anche tra le due serie di statistiche statunitensi).

Ai fini di questo articolo, i dati SNA-USA sono stati corretti per renderli il più possibile comparabili con quelli dell'area dell'euro. In alcuni casi, quando non è stato possibile aggiustare i dati statunitensi, sono state invece introdotte correzioni a quelli contenuti negli EEA. In particolare, le statistiche EEA sui prestiti intersocietari e sul capitale azionario sono state consolidate. Infine, le linee di demarcazione tra i diversi settori e le differenze di valutazione degli strumenti non sono state armonizzate in quanto non sono disponibili le informazioni necessarie a tal fine.

3 IL FINANZIAMENTO ESTERNO DELLE FAMIGLIE NELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI

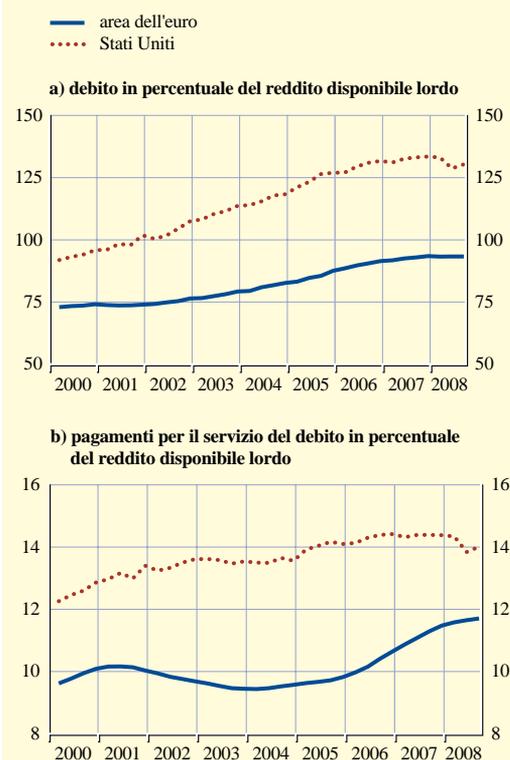
Questa sezione prende in esame la situazione finanziaria complessiva delle famiglie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, per poi descrivere le caratteristiche principali e l'evoluzione della struttura di finanziamento di questo settore nelle due aree economiche durante l'ultimo decennio. Analizza inoltre i flussi di finanziamento esterno in tale periodo, con particolare attenzione per la fase di tensione sui mercati finanziari iniziata alla metà del 2007. Date le differenze metodologiche descritte in dettaglio nel riquadro, le disparità tra le due aree (ad esempio in termini di livelli di indebitamento o di oneri per il servizio dello stesso) potrebbero essere ancora più pronunciate di quanto non appaia dalle statistiche.

SITUAZIONE FINANZIARIA

In entrambe le aree valutarie l'indebitamento delle famiglie (definito come il rapporto tra il debito in essere e il reddito disponibile lordo) è rimasto elevato negli ultimi trimestri, collocandosi tuttavia su livelli notevolmente superiori negli Stati Uniti. Nell'area dell'euro è aumentato in particolare tra il 2003 e gli inizi del 2007, dopo essersi mantenuto stabile tra il 2000 e il 2002 in connessione con la fine del *boom* della "nuova economia" e il conseguente peggioramento del quadro economico. Nel terzo trimestre 2008 era pari al 130 per cento negli Stati Uniti, notevolmente superiore al 93 per cento registrato dall'area dell'euro nel medesimo periodo (cfr. figura 1). Le differenze di indebitamento nelle due aree valutarie possono offrire alcune informazioni circa le diverse esigenze di ridimensionamento della leva finanziaria e le conseguenti difformità in termini di evoluzione futura del finanziamento.

Figura 1 Debito e pagamenti per il servizio del debito delle famiglie

(percentuali)



Fonti: BCE, Board of Governors del Federal Reserve System ed Eurostat.

È tuttavia difficile calcolare in via teorica quale sia l'indebitamento "sostenibile": per una sua adeguata valutazione, occorrerebbe aggiungere alle misure a livello macroeconomico un'analisi della distribuzione a livello microeconomico. Purtroppo i dati su cui fondare tale analisi non sono disponibili per gli anni più recenti e con una frequenza sufficiente. L'indebitamento è aumentato nel periodo 2003-06 riflettendo in larga misura condizioni di finanziamento favorevoli, una dinamica vivace del mercato delle abitazioni e prospettive economiche robuste. Si è poi stabilizzato nel 2007-08, per la moderazione dei prestiti conseguente all'aumento dei tassi di interesse e, successivamente, per l'inizio della turbolenza finanziaria innescata dalla crisi dei mutui *sub-prime* e sfociata in una minore crescita dei prezzi delle abitazioni (negli Stati Uniti e in alcuni paesi dell'area dell'euro i prezzi sono

addirittura scesi). Tale stabilizzazione è intervenuta sulla scia di una decelerazione del debito ipotecario in entrambe le aree economiche. Quest'ultimo costituisce la componente di gran lunga più grande del debito delle famiglie: nel terzo trimestre del 2008 il debito ipotecario è stato pari al 75,9 per cento del totale riferito agli Stati Uniti mentre i prestiti ipotecari delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) hanno rappresentato il 63,6 per cento del totale dell'area dell'euro.

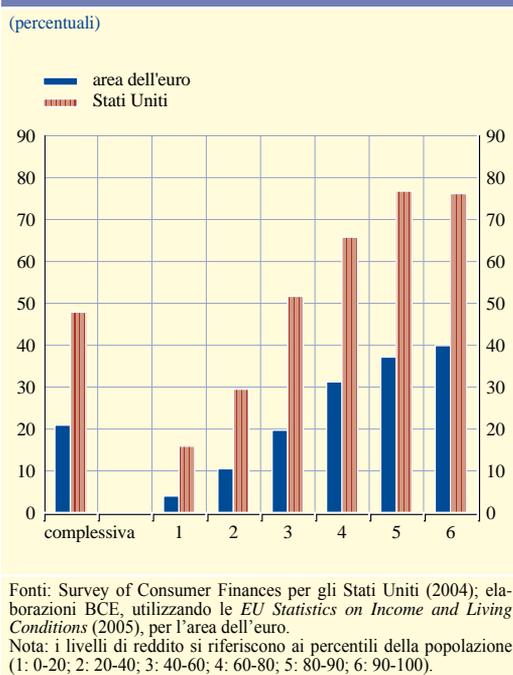
Le variazioni nei livelli di indebitamento delle famiglie possono occultare cambiamenti strutturali che consentono a questo settore di assumere maggiori debiti senza necessariamente accrescere l'onere per il servizio degli stessi (misurato in termini di pagamenti per il servizio del debito in percentuale del reddito disponibile lordo). Nel caso dell'area dell'euro, i cambiamenti strutturali intervenuti negli ultimi anni sono stati associati anche al processo di convergenza verso tassi di inflazione e di interesse più bassi in una serie di paesi nel contesto dell'introduzione della moneta unica.

Il maggiore indebitamento negli Stati Uniti, rispetto all'area dell'euro, trova altresì riflesso in un più elevato onere per il servizio del debito (cfr. figure 1a e 1b).

Tuttavia, il livello più alto di indebitamento e di servizio dello stesso riscontrato a livello macroeconomico negli Stati Uniti rispecchia in parte la quota notevolmente superiore di famiglie con debiti ipotecari: dati microeconomici (cfr. figura 2) la collocano a circa il 48 per cento nel 2004, contro appena il 20 per cento nel 2005 nell'area dell'euro (al cui interno si rileva comunque un notevole grado di dispersione). Ciò vale per tutte le categorie di reddito e, stando ai dati del 2004 per gli Stati Uniti e del 2005 per l'area dell'euro, appare particolarmente pronunciato nel caso della fascia di reddito più bassa (dove la quota di famiglie statunitensi che hanno acceso mutui ipotecari è quattro volte superiore a quella osservata nell'area dell'euro).

Ne consegue che, da un lato, la differenza tra l'onere per il servizio del debito negli Stati Uni-

Figura 2 Percentuale di famiglie con mutui ipotecari suddivisa per livello di reddito



ti e nell'area dell'euro è notevolmente inferiore se si considerano soltanto le famiglie con mutui ipotecari. Dall'altro lato, tuttavia, la quota notevolmente superiore di famiglie a basso reddito con prestiti ipotecari registrata negli Stati Uniti nel 2004 segnala la maggiore vulnerabilità delle famiglie statunitensi rispetto a quelle dell'area dell'euro. Un ulteriore aumento dei mutui tra le famiglie con redditi più bassi può essere ipotizzato per il periodo 2004-07 quando, in particolare, il segmento *sub-prime* del mercato ipotecario è cresciuto rapidamente. Questo sviluppo va inserito non da ultimo nel contesto delle iniziative varate dalle autorità statunitensi per accrescere la percentuale di famiglie (soprattutto a più basso reddito) con un'abitazione di proprietà, ma è altresì riconducibile all'esistenza nel sistema finanziario di una struttura di incentivi che ha favorito in misura crescente le commissioni generate attraverso la cartolarizzazione dei prestiti come fonte di reddito. La maggiore diffusione del finanziamento dei mutui accesi dalle famiglie a più basso reddito negli Stati Uniti è stata accompagnata nel periodo 2004-07 dallo sviluppo di una serie di prodotti che hanno accresciuto

ulteriormente la sensibilità delle famiglie al variare dei prezzi delle abitazioni e dei tassi di interesse. Negli Stati Uniti il debito ipotecario era tradizionalmente basato su mutui a tasso fisso, ma tra il 2004 e il 2007 l'espansione del mercato *sub-prime* ha fatto crescere l'importanza dei contratti a tasso variabile e di quelli con tassi di interesse "appetibili" (vale a dire dei mutui a tasso variabile i cui tassi sono inizialmente posti su livelli molto bassi) o a soli interessi o ad ammortamento negativo (vale a dire con pagamenti che per un periodo sono inferiori agli interessi applicati). Alcuni di questi prodotti, fondati in larga parte sull'ipotesi di un aumento costante delle quotazioni immobiliari, hanno contribuito in misura sostanziale a scatenare la turbolenza finanziaria quando i prezzi hanno iniziato a moderarsi. Infine, la maggiore vulnerabilità delle famiglie statunitensi all'evoluzione dei prezzi delle abitazioni deriva anche dal fatto che le operazioni di estrazione di liquidità dal capitale immobiliare (vale a dire la decisione dei consumatori di indebitarsi a fronte del valore dell'abitazione di proprietà) hanno svolto un ruolo importante nel finanziamento dei consumi durante gli ultimi anni.

Nell'insieme dell'area dell'euro, invece, l'estrazione di liquidità dal capitale immobiliare è rimasta relativamente poco significativa negli ultimi anni. In alcuni paesi appartenenti all'area, tuttavia, i mutui a tasso flessibile hanno svolto tradizionalmente un ruolo più importante che negli Stati Uniti, implicando una maggiore sensibilità delle famiglie con tali contratti al variare dei tassi di interesse.

Se quindi si tiene complessivamente conto della distribuzione del debito tra le diverse categorie di reddito, dell'importanza dell'estrazione di liquidità dal capitale immobiliare a fini di consumo e delle caratteristiche di tasso di interesse dei contratti ipotecari descritte in precedenza, le famiglie degli Stati Uniti restano più vulnerabili di quelle dell'area dell'euro. Ciò appare particolarmente significativo alla luce delle differenze tra le due aree economiche in termini di saggio di risparmio delle famiglie (definito come il rapporto tra i risparmi e il reddito lordo disponibile

delle famiglie). La figura 3 mostra che dal 2000 il saggio di risparmio dell'area dell'euro – pur evidenziando un calo – si è mantenuto compreso tra il 13,5 e il 15 per cento, mentre quello degli Stati Uniti è risultato approssimativamente pari al 4 per cento. A parità di altre condizioni, ciò comporta che la ricchezza netta (vale a dire la differenza tra le attività e le passività totali) delle famiglie è aumentata molto più rapidamente nell'area dell'euro che negli Stati Uniti. Inoltre, se si considerano le statistiche concernenti l'accreditamento e l'indebitamento netto nelle due aree valutarie, si nota come tra il 2000 e il 2008 le famiglie dell'area dell'euro siano state fornitrici nette di fondi mentre quelle degli Stati Uniti sono risultate debitrice nette. Allo stesso tempo, il rapporto tra le attività finanziarie totali (cioè la ricchezza finanziaria lorda) e il debito delle famiglie è stato maggiore negli Stati Uniti che nell'area dell'euro e questo pone in una prospettiva lievemente diversa le differenze in termini di saggio di risparmio. Infine, nell'area dell'euro la capacità di servizio del debito continua a dipendere in misura preponderante dall'evol-

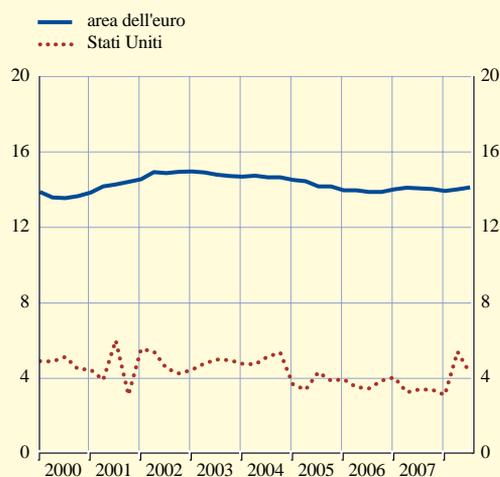
uzione dei redditi. Negli Stati Uniti, invece, la posizione finanziaria delle famiglie risente più direttamente del valore delle abitazioni fornite a garanzia ed è inoltre più sensibile agli andamenti avversi delle quotazioni azionarie, data la composizione delle attività detenute da questo settore (nell'area dell'euro le attività delle famiglie sono per lo più composte da depositi e prodotti assicurativi).

STRUTTURA ED EVOLUZIONE DEL FINANZIAMENTO

Su base stilizzata, durante il periodo compreso fra il 2000 e il terzo trimestre 2008, il finanziamento delle famiglie ha evidenziato una dinamica relativamente simile nell'area dell'euro e negli Stati Uniti (cfr. figura 4). Tra il 2000 e gli inizi del 2003 è sceso nell'area dell'euro ed è rimasto relativamente stabile negli Stati Uniti, di riflesso al rallentamento economico che ha fatto seguito alla fine del *boom* della nuova economia con le sue condizioni di finanziamento favorevoli per le famiglie di entrambe le aree valutarie. Nel periodo 2003-06 ha seguito andamenti analoghi nelle due aree, rispecchiando la forte espansione del credito basata su condizioni di finanziamento favorevoli, attese di una crescita robusta del prodotto e un basso livello dei tassi di interesse. Tra il 2007 e il terzo trimestre 2008 si è ridimensionato sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro per il moderarsi dell'aumento dei prezzi degli immobili residenziali, cui si è accompagnato un indebolimento della domanda di abitazioni e dell'offerta di finanziamenti per l'acquisto delle stesse. Tuttavia, se su base stilizzata gli andamenti sono comparabili, da un esame dettagliato delle singole fonti di finanziamento emergono differenze notevoli (cfr. figura 4). Si rileva in particolare che nell'area dell'euro il ricorso ai prestiti aveva già raggiunto un massimo agli inizi del 2006, in linea con il picco nel ciclo delle abitazioni e con gli aumenti dei tassi di interesse, e che fino al terzo trimestre del 2008 non è parso avvertire un ulteriore impatto significativo proveniente dalla turbolenza finanziaria. Inoltre, nell'area dell'euro i prestiti delle IFM hanno continuato a rappresentare la porzione di gran lunga maggiore del finanziamento totale.

Figura 3 Saggio di risparmio standardizzato delle famiglie

(in percentuale del reddito lordo disponibile)

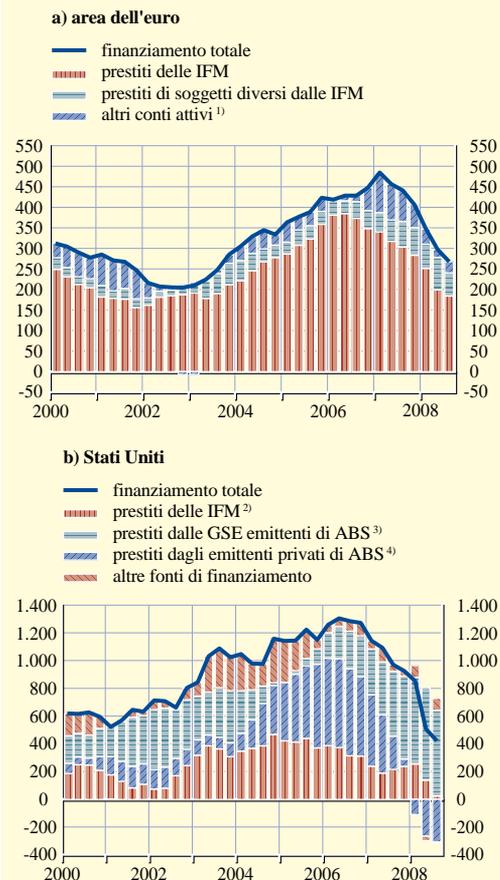


Fonti: BCE, Board of Governors del Federal Reserve System, Bureau of Economic Analysis ed elaborazioni BCE.

Nota: i dati relativi agli Stati Uniti sono stati corretti per consentire il raffronto con quelli dell'area dell'euro. Ciò è stato ottenuto escludendo dal risparmio gli investimenti netti in beni di consumo durevoli e dal reddito disponibile la spesa personale per interessi e per trasferimenti correnti.

Figura 4 Il finanziamento delle famiglie

(operazioni cumulate su quattro trimestri, in miliardi di unità di valuta locale)



Fonti: BCE, Board of Governors del Federal Reserve System ed elaborazioni BCE.

- 1) Comprende anche il credito al commercio e le passività nette dei derivati finanziari.
- 2) Banche commerciali, casse di risparmio e società cooperative di credito.
- 3) Prestiti erogati da imprese di emanazione governativa (*Government-Sponsored Enterprises*, GSE) e da *mortgage pools* garantiti da agenzie e GSE.
- 4) Prestiti erogati dagli emittenti privati di titoli garantiti da attività (*Asset-Backed Securities*, ABS).

Per quanto concerne gli Stati Uniti, dalla figura si evince che le agenzie di emanazione governativa hanno svolto un ruolo importante nel finanziamento delle famiglie soprattutto durante il periodo 2000-03. Nel 2004, tuttavia, hanno visto ridursi il loro peso per l'imposizione di nuovi limiti normativi (che hanno inasprito i requisiti patrimoniali e i controlli sui bilanci). Si sono affermati gli emittenti privati di titoli garantiti da attività, la cui incidenza sul totale

è cresciuta rapidamente tra il 2004 e il 2006 per i motivi elencati nella seconda sezione. Un numero considerevole di questi emittenti era composto da istituzioni non di deposito soggette a una regolamentazione meno rigorosa e spesso operanti come filiali di banche di investimento.

Quando tuttavia i prezzi degli immobili sono iniziati a calare e i tassi di interesse hanno preso ad aumentare, la crisi dei mutui *sub-prime* ha innescato le turbolenze sui mercati finanziari e l'attività sul mercato dei titoli garantiti da ipoteche residenziali emessi da soggetti privati è venuta meno. Di conseguenza, tra la fine del 2006 e gli inizi del 2008 il finanziamento delle famiglie si è ridotto pressoché allo stesso ritmo con il quale era cresciuto tra il 2004 e il 2006. Inoltre, nel secondo e terzo trimestre 2008 il finanziamento attraverso titoli garantiti da ipoteche emessi da soggetti privati ha fornito un contributo notevolmente negativo al finanziamento esterno complessivo delle famiglie (determinandone cioè una riduzione). Allo stesso tempo, in un momento in cui il modello di intermediazione bancaria definito come "*originate to distribute*" dimostrava di comportare più rischi del previsto per le banche erogatrici dei prestiti, queste ultime non hanno compensato la flessione dell'offerta degli emittenti privati di titoli garantiti da attività. Ne consegue che nel terzo trimestre 2008, su base annua, l'unico contributo positivo al finanziamento esterno delle famiglie è provenuto sostanzialmente dalle agenzie di emanazione governativa (soprattutto Fannie Mae e Freddie Mac, che dal 7 settembre 2008 sono sotto l'amministrazione controllata della Federal Housing Finance Agency). Nel terzo trimestre 2008 i flussi di finanziamento esterno rivolti alle famiglie si sono nell'insieme ridotti a un terzo rispetto al massimo del 2006 e alla metà del livello raggiunto nel secondo trimestre 2008, di riflesso all'intensificazione delle turbolenze.

Nell'area dell'euro il finanziamento esterno delle famiglie tra il 2000 e la metà del 2006 ha evidenziato andamenti generali relativamente simili a quelli descritti per gli Stati Uniti. In

particolare, nel periodo compreso tra il 2003 e la fine del 2006 il numero di operazioni annue ad esso collegate è raddoppiato (come negli Stati Uniti). L'attività di cartolarizzazione dei prestiti si è sviluppata rapidamente, seppur su scala molto inferiore rispetto agli Stati Uniti (nel 2006 ha raggiunto un massimo pari a circa il 3 per cento del PIL nell'area dell'euro, contro il 17 per cento negli Stati Uniti) fornendo un contributo positivo al finanziamento (soprattutto ipotecario)⁴⁾ delle famiglie tra il 2003 e il 2006. Allo stesso tempo i prestiti erogati e detenuti dalle IFM sono rimasti la fonte di gran lunga più importante di finanziamento esterno delle famiglie dell'area durante l'intero periodo. In particolare, tra l'inizio della crisi finanziaria a metà 2007 e il terzo trimestre 2008 i flussi di finanziamento alle famiglie si sono dimezzati rispetto al picco del 2006 nell'area dell'euro e sono invece scesi a un terzo negli Stati Uniti. Nuovi dati relativi agli Stati Uniti per il quarto trimestre 2008 suggeriscono che le transazioni di finanziamenti esterni annuali (flussi annuali) hanno subito una notevole contrazione rispetto al terzo trimestre, arrivando persino a una cifra negativa. Ciò riflette flussi annuali negativi fino alla fine del 2008 in tutti i sottocomponenti, fatta eccezione per i prestiti concessi da agenzie di emanazione governativa (principalmente Fannie Mae e Freddie Mac). Il motivo per il quale i prestiti delle IFM hanno continuato a rappresentare la principale fonte di finanziamento per le famiglie dell'area dell'euro durante l'intera fase di turbolenza finanziaria, senza esaurirsi anch'essi, potrebbe risiedere in parte nella possibilità offerta a tali istituzioni di ricorrere alla cartolarizzazione "trattenuta". Con questa forma di cartolarizzazione i titoli emessi sono riacquistati dalle IFM, spesso allo scopo di ricevere liquidità dalla Banca centrale europea (BCE). Tale caratteristica, che ha acquisito maggior importanza quando la BCE è passata alle operazioni con tasso fisso e piena aggiudicazione per l'offerta di liquidità nell'ottobre 2008, potrebbe quindi avere aiutato le IFM dell'area dell'euro ad allentare le tensioni connesse al notevole ridimensionamento dell'attività di cartolarizzazione basata sul mercato dall'agosto 2007.

4 IL FINANZIAMENTO DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE NELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI

Questa sezione descrive la situazione finanziaria complessiva delle società non finanziarie dell'area dell'euro e degli Stati Uniti, per poi esaminare le caratteristiche principali della struttura di finanziamento di tali società e gli sviluppi della stessa nell'ultimo decennio. Analizza inoltre la crescita del finanziamento esterno durante il periodo in questione, con particolare riferimento alla fase di tensioni sui mercati finanziari iniziata a metà 2007. Occorre tenere presente che, come indicato nel riquadro, le due aree economiche presentano alcune differenze metodologiche quanto alle statistiche concernenti i settori non finanziari.

SITUAZIONE FINANZIARIA

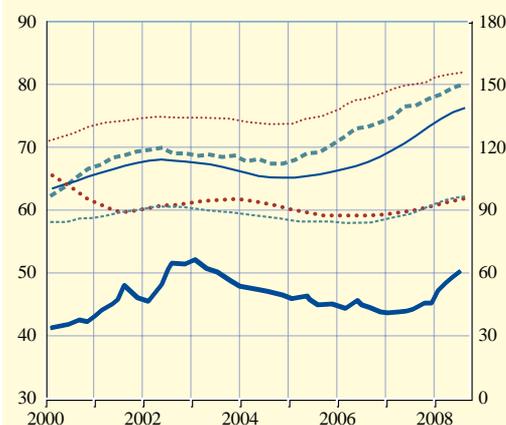
Negli ultimi anni le società non finanziarie hanno accumulato consistenze di debito notevoli sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, facendo salire il rapporto debito/PIL di entrambe le aree economiche su livelli storicamente elevati. Nel terzo trimestre 2008 tale rapporto era pari all'80 per cento nel settore delle società non finanziarie dell'area dell'euro e al 76 per cento in quello delle imprese non finanziarie⁵⁾ degli Stati Uniti (cfr. figura 5)⁶⁾, due valori sostanzialmente simili. Poiché le imprese non finanziarie statunitensi presentano un livello di risparmio maggiore o più o meno uguale a quello degli investimenti fissi, negli ultimi anni il loro indebitamento netto è stato prossimo allo zero. Di conseguenza,

- 4) Per un'analisi quantitativa, cfr. le figure 1 e 2 dell'articolo *Il ruolo delle banche nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria* nel numero di agosto 2008 di questo Bollettino.
- 5) Il settore delle imprese non finanziarie degli Stati Uniti è quello meglio comparabile al settore delle società non finanziarie dell'area dell'euro. Esso comprende tuttavia le imprese individuali e le società di persone, che nell'area dell'euro fanno parte del settore delle famiglie.
- 6) I rapporti relativi alle società non finanziarie dell'area dell'euro, quali ad esempio l'incidenza del debito sul valore aggiunto lordo, non sono direttamente confrontabili con quelli riferiti agli Stati Uniti. Nel caso statunitense, il rapporto debito/valore aggiunto lordo si può calcolare soltanto per il settore delle imprese non finanziarie costituite in società che – a differenza del settore delle società non finanziarie dell'area euro – non comprende le imprese non finanziarie senza personalità giuridica.

Figura 5 Il rapporto di indebitamento delle società non finanziarie (SNF) nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(percentuali)

- debito/attività finanziarie, SNF dell'area dell'euro (scala di sinistra)
- debito/attività finanziarie, imprese non finanziarie degli Stati Uniti (scala di sinistra)
- - - debito/PIL, SNF dell'area dell'euro (scala di sinistra)
- debito/PIL, imprese non finanziarie degli Stati Uniti (scala di sinistra)
- debito/valore aggiunto lordo, SNF dell'area dell'euro (scala di destra)
- - - debito/valore aggiunto lordo, imprese non finanziarie degli Stati Uniti costituite in società (scala di destra)



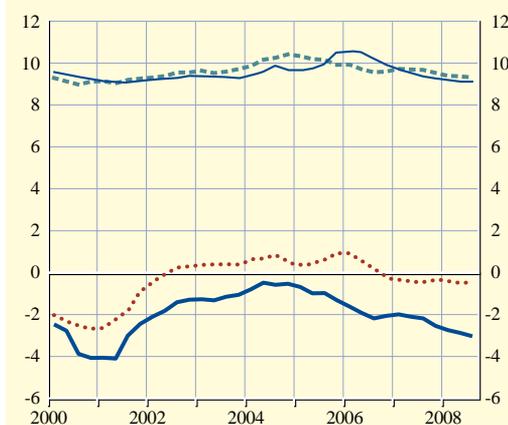
Fonti: Bureau of Economic Analysis, Board of Governors del Federal Reserve System e BCE.

Nota: il settore statunitense delle imprese non finanziarie costituite in società non è direttamente comparabile con quello delle società non finanziarie (SNF) dell'area euro, poiché il primo non comprende le imprese senza personalità giuridica.

Figura 6 Risparmio e indebitamento netto delle società non finanziarie (SNF) nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(in percentuale del PIL)

- accreditamento netto (+)/indebitamento netto (-), SNF dell'area dell'euro
- accreditamento netto (+)/indebitamento netto (-), imprese non finanziarie degli Stati Uniti
- - - risparmio lordo e trasferimenti netti di capitale, SNF dell'area dell'euro
- risparmio lordo e trasferimenti netti di capitale, imprese non finanziarie degli Stati Uniti



Fonti: Board of Governors del Federal Reserve System e BCE.

Nota: il rapporto tra l'accREDITAMENTO netto (+) e l'indebitamento netto (-) è sostanzialmente pari alla differenza tra il risparmio lordo e i trasferimenti netti di capitali da un lato e gli investimenti fissi lordi dall'altro.

l'aumento del debito è principalmente riconducibile agli investimenti finanziari (per fusioni e acquisizioni)⁷⁾ e alle operazioni di riacquisto di azioni proprie. Nell'area dell'euro, invece, le società non finanziarie hanno fatto un maggiore ricorso all'indebitamento netto per finanziare gli investimenti sia fissi sia finanziari (questi ultimi cresciuti in particolare nel 2005-06, nel contesto dell'attività di fusione e acquisizione). A differenza degli Stati Uniti, nell'area dell'euro il riacquisto di azioni proprie da parte di società non finanziarie è stato limitato durante il decennio trascorso.

Come conseguenza della significativa acquisizione di attività finanziarie da parte delle società non finanziarie, queste ultime hanno continuato a evidenziare un rapporto debito/attività finanziarie complessivamente molto più stabile del rap-

porto debito/PIL in entrambe le aree economiche e lievemente superiore negli Stati Uniti (61,4 per cento nel terzo trimestre 2008) che nell'area dell'euro (50,7 per cento nello stesso periodo). Tuttavia, la percentuale riferita alle società non finanziarie dell'area dell'euro è sostanzialmente simile a quella relativa alle imprese non finanziarie statunitensi costituite in società (49,9 per cento nel terzo trimestre 2008) e questo potrebbe indicare che le imprese più grandi hanno in

7) Quando una società ne rileva un'altra e si configura chiaramente come la nuova proprietaria, l'acquisto prende il nome di "acquisizione". Da un punto di vista giuridico la società acquisita cessa di esistere, l'acquirente ne "ingloba" l'attività e le azioni che continuano ad essere negoziate sono quelle della società acquirente. Si determina una fusione quando due società, spesso di dimensioni più o meno analoghe, decidono di formarne una sola invece di mantenere separate la proprietà e la gestione. Le azioni di entrambe le società preesistenti cessano di essere negoziate e al loro posto vengono emesse azioni della nuova società.

particolare accumulato consistenze notevoli di attività finanziarie nell'ultimo decennio.

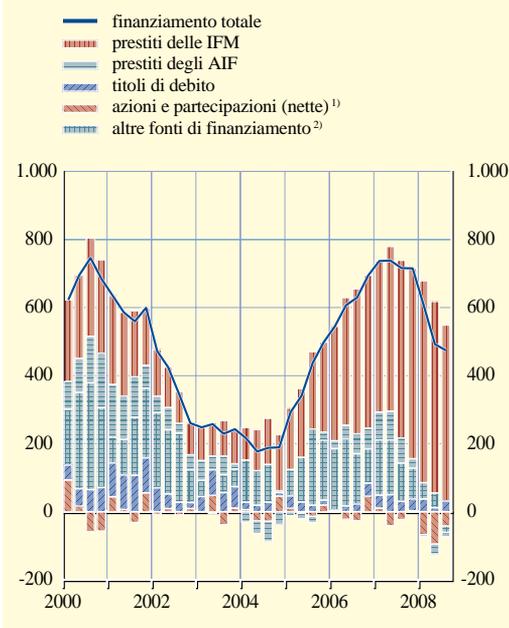
Per la situazione economica favorevole, nel periodo compreso fra il 2003 e la metà del 2007 la generazione di fondi interni (risparmio lordo e trasferimenti netti di capitale) da parte delle società non finanziarie è aumentata sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti (cfr. figura 6). Tra la metà del 2007 e il terzo trimestre 2008 è invece diminuita in entrambe le aree valutarie, di riflesso al deterioramento delle prospettive economiche generali. Durante lo stesso periodo il rapporto tra fondi interni e PIL si è collocato su livelli analoghi nelle due aree. Inoltre, nell'area dell'euro gli andamenti dei fondi interni delle società non finanziarie – assieme alla crescita degli investimenti fissi – hanno concorso a far salire di circa un punto percentuale l'indebitamento netto del settore, che nel terzo trimestre 2008 era pari al 3,0 per cento del PIL. Negli Stati Uniti l'indebitamento netto delle imprese non finanziarie è invece rimasto sostanzialmente stabile e prossimo allo zero tra il quarto trimestre 2006 e il terzo trimestre 2008, poiché in tale periodo sono diminuiti sia i fondi interni sia gli investimenti fissi. Di conseguenza, in media, le imprese non finanziarie statunitensi hanno finanziato i loro investimenti fissi lordi con gli utili non distribuiti.

STRUTTURA ED EVOLUZIONE DEL FINANZIAMENTO

Per quanto concerne la struttura del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, l'intermediazione bancaria svolge un ruolo tradizionalmente importante. I prestiti delle IFM costituiscono la fonte principale di tale finanziamento. Nel periodo 2000-03 hanno inciso in media per il 37 per cento (in base ai flussi annui) sul totale. Tra il 2004 e il secondo trimestre 2007 la quota del canale bancario è stata mediamente pari al 63 per cento (cfr. figura 7)⁸⁾. È tuttavia probabile che livelli così elevati riflettano altresì le condizioni favorevoli dei prestiti bancari rispetto ad altre fonti di finanziamento esterno. Anche i prestiti degli altri intermediari finanziari (AIF)⁹⁾ hanno acquisito un rilievo maggiore, soprattutto tra il 2006 e la prima metà del

Figura 7 Scomposizione del finanziamento delle società non finanziarie nell'area dell'euro

(somma mobile delle operazioni su quattro trimestri; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

1) Per accrescere la comparabilità con gli Stati Uniti, la categoria delle azioni e partecipazioni è stata "consolidata" e figura al netto degli investimenti azionari delle società non finanziarie.

2) Le "altre fonti di finanziamento" comprendono altri conti attivi e il finanziamento attraverso impegni previdenziali diretti. Per accrescere la comparabilità con gli Stati Uniti, la categoria dei prestiti intersocietari è stata "consolidata" e figura al netto dei prestiti erogati dalle società non finanziarie all'interno dell'area dell'euro.

2007, raggiungendo un massimo all'11 per cento del finanziamento esterno totale delle società non finanziarie dell'area nel secondo trimestre 2007. Ciò mostra che in tale periodo è cresciuto il ruolo delle cartolarizzazioni e dei prestiti sindacati. Tra il 2000 e la seconda metà del 2007 le società non finanziarie dell'area dell'euro hanno registrato in media emissioni di titoli di debito e

8) Ai fini del raffronto con gli Stati Uniti, nell'area dell'euro il finanziamento esterno delle società non finanziarie viene definito come: prestiti (esclusi i prestiti intersocietari interni all'area), emissione di titoli di debito, emissione netta di azioni (azioni emesse meno azioni acquisite), altri conti passivi e riserve dei fondi pensione. L'esclusione dei prestiti intersocietari interni all'area dell'euro e la compensazione tra le azioni emesse e quelle acquistate rendono la definizione più coerente con quella del finanziamento esterno delle imprese non finanziarie utilizzata dai *Flow of Funds Accounts* degli Stati Uniti.

9) Gli altri intermediari finanziari comprendono le società veicolo finanziarie (SVF).

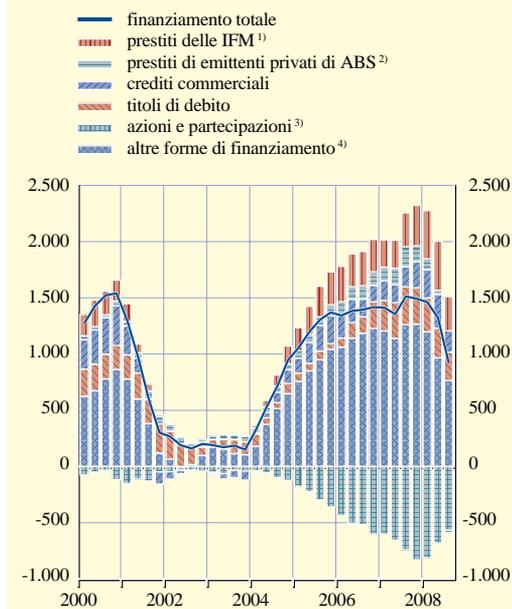
collocamenti netti di azioni (emissioni al netto delle acquisizioni) rispettivamente pari all'11 e allo 0,5 per cento del loro finanziamento esterno totale, evidenziando un'importanza limitata del ricorso al mercato.

A differenza dell'area dell'euro, negli Stati Uniti le imprese non finanziarie ricorrono generalmente in misura molto superiore alle forme di finanziamento non bancario (cfr. figura 8). L'intermediazione bancaria (prestiti originati e detenuti dalle banche) ha fornito un contributo parzialmente negativo (sulla base dei flussi annui) al finanziamento esterno delle imprese non finanziarie statunitensi durante il periodo 2002-03, ovvero ne ha determinato una riduzione complessiva. Tra il 2004 e il secondo trimestre 2007 le banche hanno originato in media il 18 per cento del finanziamento esterno totale delle imprese non finanziarie degli Stati Uniti (sulla base dei flussi annui), una quota che è salita al 29 per cento nella fase di crisi finanziaria compresa tra il terzo trimestre 2007 e il corrispondente periodo del 2008. Rispetto all'area dell'euro, negli Stati Uniti l'emissione di titoli di debito svolge un ruolo più significativo (pari al 32 per cento del finanziamento esterno totale tra il 2000 e il secondo trimestre 2007). I collocamenti netti di capitale azionario da parte delle imprese non finanziarie sono invece stati negativi negli Stati Uniti durante l'intero periodo in esame, per l'acquisizione di capitale di rischio nel contesto del riacquisto di azioni proprie e dell'attività di fusione e acquisizione.

I prestiti erogati dagli emittenti privati di titoli garantiti da attività hanno acquisito notevole importanza negli ultimi anni e nel terzo trimestre 2007 costituivano l'11 per cento del finanziamento esterno delle imprese non finanziarie statunitensi. In aggiunta, le "altre fonti di finanziamento" rappresentano una percentuale molto elevata del totale e questo genera alcune incertezze nell'interpretazione dei dati statunitensi. Le statistiche relative al settore delle imprese non finanziarie degli Stati Uniti costituite in società evidenziano la crescente importanza assunta negli ultimi anni dai prestiti sindacati, che nel 2007 sono arrivati a costituire il 15 per

Figura 8 Scomposizione del finanziamento delle imprese non finanziarie negli Stati Uniti

(somma mobile delle operazioni su quattro trimestri; miliardi di dollari statunitensi)



Fonte: Board of Governors del Federal Reserve System.
 1) Banche commerciali, casse di risparmio e società cooperative di credito.
 2) Prestiti erogati da emittenti privati di titoli garantiti da attività (*Asset-Backed Securities*, ABS).
 3) Emissioni nette meno acquisizioni nette di azioni e partecipazioni.
 4) Non è disponibile una scomposizione ulteriore.

cento del finanziamento esterno totale di questo comparto. Stando alle informazioni provenienti dai *Flow of Funds Accounts* degli Stati Uniti, gran parte dei suddetti prestiti è stata erogata da emittenti di titoli garantiti da attività. Nel terzo trimestre 2008, tuttavia, la quota dei prestiti sindacati è scesa all'8 per cento sulla base dei flussi annui.

Al fine di studiare l'evoluzione del finanziamento esterno delle società non finanziarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, si pone l'accento sulla dinamica dei diversi strumenti di finanziamento prestando particolare attenzione alla fase di turbolenza sui mercati finanziari.

Nell'area dell'euro la crescita del finanziamento esterno totale delle società non finanziarie è stata pari al 3,8 per cento annuale nel terzo trimestre 2008, notevolmente inferiore a quella dei prestiti

delle IFM alle medesime società (12,2 per cento, cfr. figura 9). Ciò potrebbe segnalare un potenziale effetto di sostituzione tra fonti diverse di finanziamento esterno, trainato dalle tensioni sui mercati finanziari e risultante in un ricorso molto maggiore ai prestiti delle IFM.

L'utilizzo relativamente inferiore del finanziamento azionario rispetto a quello mediante prestiti da parte delle società del settore non finanziario nel periodo 2004-08 è probabilmente connesso al costo reale notevolmente più basso di questa seconda forma di finanziamento. In aggiunta, il diffondersi delle cartolarizzazioni (con il conseguente stralcio dei prestiti dai bilanci bancari) e la vendita dei prestiti sul mercato secondario negli ultimi anni hanno offerto alle banche maggiori possibilità di erogare fondi alle società non finanziarie a condizioni competitive rispetto alle fonti alternative di finanziamento esterno. Il periodo compreso tra il 2003 e la metà del 2007 è stato inoltre contraddistinto da un consistente accumulo di fondi interni, che ha

anch'esso contribuito alla minore crescita del finanziamento azionario.

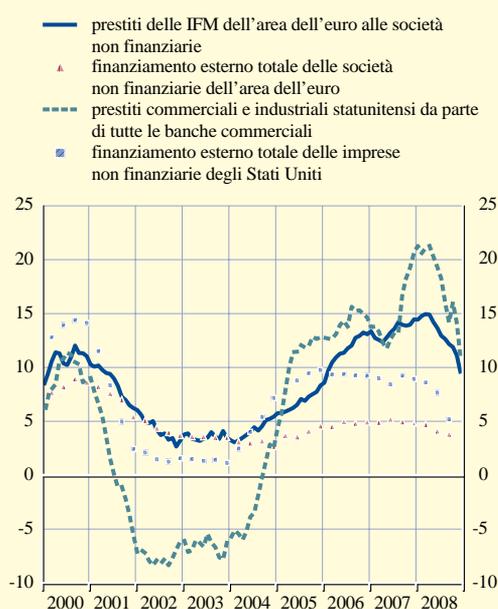
Tra gli inizi delle tensioni sui mercati finanziari alla metà del 2007 e il primo trimestre 2008, i prestiti bancari hanno registrato una crescita robusta sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti.

Nell'area dell'euro i prestiti delle IFM alle società non finanziarie hanno acquisito maggiore importanza, arrivando a rappresentare in media il 95 per cento del totale, mentre le altre fonti di finanziamento hanno subito una notevole flessione. In primo luogo, gli AIF hanno visto ridimensionarsi notevolmente il loro ruolo nel contesto delle turbolenze finanziarie: nel terzo trimestre 2008 questi soggetti hanno fornito un contributo negativo ai flussi annui di finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, a indicare un calo dell'attività di cartolarizzazione e dei prestiti sindacati. In secondo luogo, fra il terzo trimestre 2007 e il corrispondente periodo del 2008 l'emissione di titoli di debito da parte delle società non finanziarie è scesa mediamente al 4,8 per cento del totale. In terzo luogo, il valore negativo assunto dal finanziamento azionario netto (flussi annui) nei primi tre trimestri del 2008 costituisce la risultante di un calo delle emissioni e di un aumento delle acquisizioni di capitale azionario da parte delle società non finanziarie.

Negli Stati Uniti la temporanea accelerazione nella crescita dei prestiti ha risentito in misura sostanziale dell'attività di reintermediazione, mediante la quale le banche hanno riportato in bilancio i prestiti precedentemente cartolarizzati, mentre nell'area dell'euro tale effetto è stato molto più limitato. A ciò si aggiunge il fatto che gli effetti di sostituzione risultanti in un maggiore ricorso ai prestiti bancari nel contesto delle tensioni sui mercati finanziari, in presenza di un clima di mercato meno favorevole all'emissione di titoli di debito, sono probabilmente più significativi negli Stati Uniti data la maggiore importanza di tali titoli nel finanziamento esterno delle imprese non finanziarie. In aggiunta, i principi contabili statunitensi consentono alle banche di

Figura 9 Finanziamento esterno delle società non finanziarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(variazioni percentuali annue)



Fonti: Board of Governors del Federal Reserve System e BCE.

Nota: il finanziamento esterno comprende le passività finanziarie totali.

rimuovere più facilmente dai bilanci i prestiti bancari ceduti a soggetti non bancari durante un processo di cartolarizzazione e anche questo agevola la reintermediazione. Allo stesso tempo, negli Stati Uniti i prestiti bancari costituiscono una quota notevolmente inferiore del finanziamento esterno totale delle imprese non finanziarie.

Inoltre, anche negli Stati Uniti è stata osservata una sostanziale riduzione dei finanziamenti provenienti da altre fonti (compresi gli *hedge fund*) negli ultimi trimestri. Ciò riflette probabilmente un calo dell'attività sia di fusione e acquisizione sia di acquisizione finanziata tramite capitale di prestito (*leveraged buyout*) e potenzialmente una considerevole riduzione delle relative fonti di finanziamento, in linea con la flessione significativa dei prestiti sindacati osservata nella prima metà del 2008. Tale flessione si rispecchia in una certa misura nel contributo netto meno negativo di azioni e partecipazioni al finanziamento totale. Benché le due voci siano in un certo grado collegate (attraverso il finanziamento dei programmi di riacquisto di azioni proprie), il contributo netto meno negativo di azioni e partecipazioni al finanziamento totale potrebbe altresì riflettere fattori dal lato della domanda delle società non finanziarie poiché i suddetti programmi di riacquisto sono molto meno appetibili in un contesto di minore redditività. Nel quarto trimestre del 2008, per il quale al momento sono disponibili solo i dati relativi agli Stati Uniti, la crescita annuale del finanziamento esterno di società non finanziarie statunitensi è scesa ulteriormente al 4,3 per cento (dal 5,5 nel terzo trimestre). Questo è stato dovuto principalmente a una considerevole diminuzione delle transazioni (flussi annuali) dei prestiti bancari a società non finanziarie. Tali sviluppi riflettono il rallentamento dell'attività economica nonché condizioni di credito più restrittive.

5 CONCLUSIONI

Questo articolo ha messo a confronto la struttura e l'evoluzione del finanziamento esterno delle famiglie e delle società non finanziarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. Una delle

differenze principali tra le due aree economiche è rappresentata dal fatto che nell'area dell'euro il sistema finanziario è per lo più basato sull'intermediazione bancaria mentre negli Stati Uniti poggia invece in misura molto superiore sul mercato e su soggetti non bancari (sia direttamente sia tramite la cessione e la cartolarizzazione dei prestiti erogati dalle banche).

Nel periodo di turbolenza finanziaria iniziato a metà 2007 il ritmo di crescita del finanziamento esterno delle famiglie e delle società non finanziarie è sceso sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Nel caso delle famiglie statunitensi, questo è parzialmente ascrivibile a una moderazione della domanda ma riflette anche il fatto che l'attività sul mercato degli emittenti privati di titoli garantiti da attività è venuta meno durante le turbolenze e che le banche non sono riuscite a sostituirsi completamente a tali soggetti in quanto il rischio sui loro bilanci riconducibile ai prestiti cartolarizzati si è rivelato superiore al previsto. Inoltre, anche il maggiore rischio dei mutuatari connesso al calo di valore delle attività potrebbe avere concorso alla minore disponibilità delle banche a erogare finanziamenti. Nell'area dell'euro la moderazione dei flussi di finanziamento alle famiglie è stata notevole, ma precedente l'inizio delle turbolenze e finora molto meno pronunciata che negli Stati Uniti. Ciò è probabilmente riconducibile al fatto che nell'area dell'euro il finanziamento delle famiglie dipende in misura inferiore da fonti diverse dalle IFM e, in particolare, che il ricorso alla cartolarizzazione dei prestiti è minore. Inoltre, la possibilità per le IFM di svolgere attività di cartolarizzazione "trattenuta" per creare le garanzie necessarie nelle operazioni di liquidità condotte dalla BCE potrebbe avere concorso a mantenere un certo flusso di finanziamento. Per le società non finanziarie di entrambe le aree economiche, dagli inizi delle turbolenze i prestiti bancari hanno assunto un'importanza crescente in percentuale del finanziamento esterno totale. Nel caso specifico degli Stati Uniti, tale andamento potrebbe essere connesso ai problemi legati alla rimozione di tali prestiti dai bilanci tramite l'attività di cessione e cartolarizzazione in quanto i loro mercati sono parzialmente

venuti meno. In entrambe le aree economiche le società non finanziarie hanno visto inasprirsi notevolmente i criteri per l'erogazione del credito bancario e aumentare sensibilmente il costo del finanziamento, ma al terzo trimestre 2008

non erano emerse indicazioni chiare del fatto che le restrizioni quantitative al credito per le società non finanziarie dell'area dell'euro avessero svolto un ruolo sostanziale nel determinare gli andamenti finanziari.

ARTICOLI

Il finanziamento
esterno delle famiglie
e delle società
non finanziarie

LE REVISIONI DELLE STIME DEL PIL NELL'AREA DELL'EURO

Le stime preliminari (o "rapide") del PIL nell'area dell'euro sono pubblicate entro 45 giorni dal trimestre di riferimento e le revisioni delle stesse nel tempo riflettono in genere l'accesso a informazioni aggiuntive. Quanto più le stime preliminari sono attendibili, tanto più adeguati sono gli strumenti di cui dispongono i responsabili delle politiche economiche per valutare la situazione e le prospettive economiche. A fronte di questo contesto, il presente articolo esamina l'affidabilità delle stime preliminari. Esso mostra che le revisioni ai dati del PIL complessivo sono solitamente più modeste di quelle delle singole componenti. Parimenti, le revisioni ai dati dell'area dell'euro sono in genere più contenute rispetto a quelle riguardanti i dati dei singoli paesi. Entrambi i risultati derivano da una nota regolarità statistica, ovvero che le revisioni a livello disaggregato tendono in parte ad annullarsi a livello aggregato. L'articolo evidenzia anche che l'anticipazione della pubblicazione delle stime preliminari di 25 giorni nel 2003 non ha dato luogo a informazioni meno attendibili sugli andamenti del PIL dell'area dell'euro, a indicazione del fatto che la tempestività non va necessariamente a scapito dell'affidabilità.

I INTRODUZIONE

Le stime sul tasso di crescita sul trimestre precedente del PIL in termini reali e delle sue componenti sono desunte da varie fonti statistiche e di base, tra cui dati amministrativi, censimenti e indagini presso le imprese e le famiglie, sintetizzando generalmente in un unico dato un numero assai elevato di transazioni. Per una valutazione efficace degli andamenti economici tali stime devono essere affidabili e tempestive; l'Eurostat e gli istituti di statistica nazionali (ISN) si adoperano quindi per ottimizzare la produzione di stime che abbiano queste caratteristiche.

L'esigenza di informazioni tempestive fa sì che le stime preliminari si basino su fonti di dati meno numerose o complete rispetto a quelle successive; esse possono, quindi, essere soggette a revisioni che portano a stime più affidabili. Le revisioni possono comprendere sia quelle regolari sia quelle cosiddette di riferimento. Le revisioni regolari sono dovute all'aggiunta di informazioni maggiori ma ritardate, sia a frequenza trimestrale sia a frequenza annuale, fra cui i parametri aggiornati di destagionalizzazione e di correzione per il numero di giornate lavorative. Le revisioni di riferimento, effettuate a intervalli di cinque anni circa, riflettono miglioramenti metodologici o relativi all'affinamento delle fonti di dati pluriennali.

Le informazioni sulle revisioni possono aiutare i responsabili delle politiche economiche a interpretare le stime preliminari. Tali informazioni possono essere impiegate, ad esempio, per stimare l'incer-

tezza che caratterizza gli ultimi dati pubblicati oppure per valutare i dati di futura divulgazione che, a loro volta, incorporeranno revisioni successive¹⁾.

Questo articolo presenta i fatti stilizzati riguardanti le revisioni delle stime preliminari del PIL e delle sue componenti per l'area dell'euro e i sei maggiori paesi che vi appartengono, sintetizzati mediante indicatori di revisione selezionati²⁾. Alcuni di questi indicatori mostrano se è in atto un cambiamento nel ritmo dell'attività economica, mentre altri mostrano l'entità e la volatilità delle revisioni nonché la portata della distorsione nelle stime preliminari.

L'articolo è strutturato come segue: nella sezione 2 sono presentati gli indicatori di revisione e le stime considerate ai fini dell'analisi; nella sezione 3 sono riportati i risultati dell'analisi e nella sezione 4 si traggono le principali conclusioni.

2 LE STIME E GLI INDICATORI DI REVISIONE SCELTI PER L'ANALISI

I dati sul trimestre precedente relativi al PIL destagionalizzato e corretto per i giorni lavorativi e alle

- 1) Un possibile quadro di riferimento a questo proposito è descritto in Cunningham, A., J. Eklund, C. Jeffery, G. Kapetanios e V. Labhard, "A state-space approach to extracting the signal from uncertain data", *Journal of Business and Economic Statistics*, di prossima pubblicazione.
- 2) Per un'analisi precedente, cfr. anche il riquadro *L'affidabilità delle stime della crescita del PIL dell'area dell'euro e delle sue componenti* nel numero di giugno 2006 di questo Bollettino.

Tavola 1 Dati pubblicati sulla crescita del PIL dell'area dell'euro nel primo trimestre 2003

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)

Stima rapida 15 maggio 2003	Prima pubblicazione 5 giugno 2003	Aggiornamento trimestrale 14 agosto 2003	Aggiornamento annuale 12 novembre 2004
0,0	0,0	0,1	0,0

sue componenti dal lato della spesa per il complesso dell'area dell'euro sono pubblicati dall'Eurostat, mentre quelli per i paesi dell'area sono divulgati, di norma, dagli ISN. Le diverse uscite considerate nel presente articolo sono illustrate nella tavola 1, utilizzando i risultati del PIL dell'area dell'euro nel primo trimestre del 2003 come esempio. La primissima stima rapida dell'Eurostat per la crescita del PIL dell'area, riferita al primo trimestre del 2003, è stata diffusa il 15 maggio 2003. Da allora, l'Eurostat e la maggior parte degli ISN pubblicano una stima rapida per la crescita del PIL circa 45 giorni dopo la fine del trimestre di riferimento.

La stima rapida è seguita solitamente nell'arco di due settimane circa da un primo rilascio completo che comprende anche le componenti di spesa (per il primo trimestre del 2003 è stato divulgato il 5 giugno 2003). Un'ulteriore stima, di seguito definita come aggiornamento trimestrale, si rende disponibile circa tre mesi più tardi (per il primo trimestre del 2003 è stata pubblicata il 14 agosto 2003). Nel quarto trimestre dell'anno successivo viene diffusa in genere una stima che può incorporare nuove informazioni rilevanti, originate soprattutto da fonti annuali di dati, e che nella tavola 1 sottostante è denominata aggiornamento annuale (per il primo trimestre del 2003 è stata resa disponibile il 12 novembre 2004).

Nel prosieguo, le revisioni apportate alla crescita del PIL sono calcolate considerando la differenza fra la stima rapida da un lato e dall'altro, rispettivamente, la prima pubblicazione completa, l'aggiornamento trimestrale e l'aggiornamento annuale. Per le componenti di spesa, la prima pubblicazione completa è confrontata con le due stime successive al riguardo.

Le date di pubblicazione sopra menzionate sono state scelte per coprire le revisioni regolari non-

ché le prassi di pubblicazione e di revisione, sia dell'Eurostat sia degli ISN. Ulteriori uscite e le stime riguardanti gli andamenti del 2008 non sono considerate per evitare qualsiasi distorsione dei risultati derivante dall'introduzione di notevoli revisioni di riferimento o da importanti miglioramenti metodologici come l'introduzione degli indici a catena nel corso del 2005-2006.

Occorre tenere presente che le prassi di pubblicazione e revisione degli istituti di statistica non sono ancora del tutto coordinate e che tale circostanza potrebbe influenzare l'analisi. Questo vale soprattutto nel caso delle revisioni relative all'area dell'euro che riflettono sia migliori informazioni sia alcuni cambiamenti metodologici in corso d'opera, ossia relativi alle modalità e alla tempistica di assimilazione delle informazioni o dei metodi in uno o più paesi dell'area, rendendo quindi difficile distinguere l'origine di tali revisioni.

Per quanto concerne gli indicatori di revisione, il presente articolo si incentra sulle misure che mostrano sia la portata della distorsione nelle stime preliminari sia l'entità e la volatilità delle revisioni, grandezze che sono informative nell'intero ciclo economico.

La prima misura è l'entità delle revisioni, o la revisione assoluta media, calcolata come media aritmetica del valore assoluto delle revisioni. Revisioni più contenute indicano che i dati preliminari corrispondenti sono più attendibili e offrono quindi un punto di partenza migliore per la valutazione della situazione e delle prospettive economiche nell'area dell'euro da parte dei responsabili delle politiche economiche.

La seconda misura è la volatilità delle revisioni, calcolata come deviazione standard delle stesse,

e che indica quanto queste siano variabili. Come per l'entità, quanto più modesta è la volatilità delle revisioni tanto più le stime corrispondenti sono attendibili.

La terza grandezza, costituita dalla distorsione della stima o revisione media, mostra se le revisioni sono in media prossime allo zero, positive o negative. Questa misura è simile alla revisione assoluta media, eccetto che prende in considerazione il segno delle singole revisioni. Quanto più le revisioni medie tendono a zero, tanto più affidabili sono le stime nel rappresentare in maniera corretta il PIL e le relative componenti.

Queste misure sono solo una selezione degli indicatori di revisione che possono risultare utili. Fra gli altri si annoverano quelli che vertono sull'individuazione dei punti di svolta. Per quanto concerne il PIL, tali indicatori sono utilizzati nel presente articolo per misurare la precisione con cui la stima rapida indica la direzione della variazione e se il PIL è in fase di accelerazione o rallentamento.

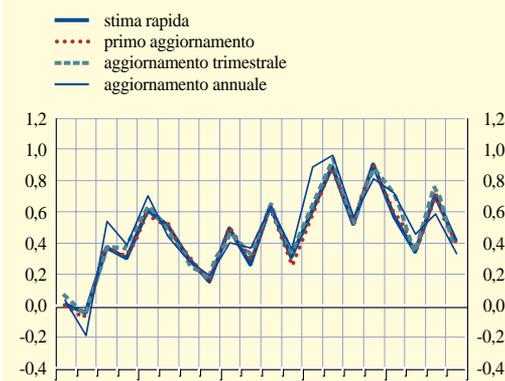
3 RISULTATI

3.1 RISULTATI PER IL PIL

Una prima osservazione dell'andamento congiunturale della crescita del PIL dell'area dell'euro fra il 2003 e il 2007 rivela che la stima rapida non

Figura 1 Crescita del PIL sul trimestre precedente nell'area dell'euro

(variazioni percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

è soggetta a notevoli revisioni rispetto alle stime successive (cfr. figura 1), tranne nel caso del primo trimestre del 2006 quando la stima rapida è stata rivista al rialzo di 0,3 punti percentuali.

L'assenza di considerevoli revisioni delle stime preliminari è confermata dagli indicatori di revisione che individuano i punti di svolta, riportati nella tavola 2. Rispetto ai diversi valori di riferimento, le stime rapide sono riuscite a indicare sia la direzione sia il ritmo della crescita del PIL dell'area dell'euro. Anche a livello nazionale, le stime rapide del PIL mo-

Tavola 2 Stime di crescita del PIL e punti di svolta

(occorrenze in percentuale)

	Area dell'euro	Belgio	Germania	Spagna	Francia	Italia	Paesi Bassi
Indicazione corretta della direzione della variazione							
Stima rapida rispetto alla prima stima	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Stima rapida rispetto alla stima trimestrale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Stima rapida rispetto alla stima annuale	100,0	100,0	95,0	100,0	94,4	100,0	85,0
Indicazione corretta di accelerazione o rallentamento							
Stima rapida rispetto alla prima stima	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	95,0
Stima rapida rispetto alla stima trimestrale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	90,0
Stima rapida rispetto alla stima annuale	100,0	68,8	90,0	85,7	94,4	100,0	80,0

Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

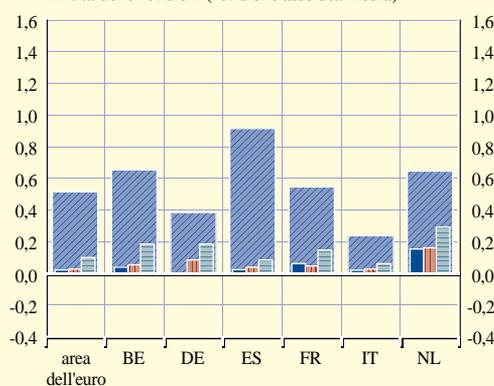
Note: Per area dell'euro, Germania, Italia e Paesi Bassi è coperto il periodo dal primo trimestre del 2003 al quarto del 2007. Per Belgio, Spagna e Francia i periodi coperti sono rispettivamente dal primo trimestre del 2004 al quarto del 2007, dal terzo trimestre del 2004 al quarto del 2007 e dal terzo trimestre del 2003 al quarto del 2007. La stima rapida per il Belgio è pubblicata con un ritardo di 30 giorni dal trimestre di riferimento.

Figura 2 Indicatori di revisione delle stime di crescita del PIL, raffronto fra paesi

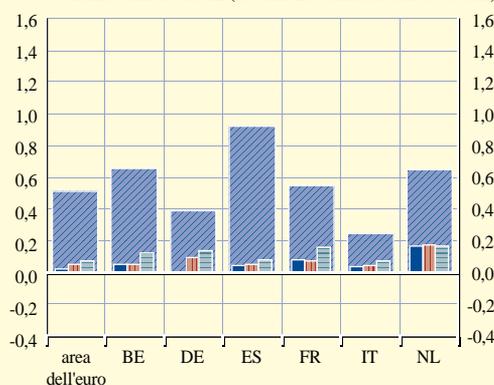
(variazioni percentuali e punti percentuali)

■ stima rapida rispetto alla prima pubblicazione
 ■ stima rapida rispetto all'aggiornamento trimestrale
 ■ stima rapida rispetto all'aggiornamento annuale
 ■ crescita media sul trimestre precedente

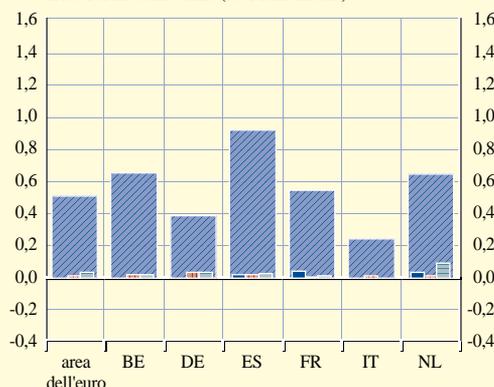
Entità delle revisioni (revisione assoluta media)



Volatilità delle revisioni (deviazione standard delle revisioni)



Distorsione delle stime (revisione media)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
 Nota: campione dal primo trimestre del 2003 al quarto del 2007.

strano revisioni solo modeste rispetto al primo aggiornamento e a quello trimestrale. A fronte dell'aggiornamento annuale, le stime rapide hanno indicato con successo la direzione della crescita economica in un numero di occasioni compreso fra l'85 per cento per i Paesi Bassi e il 100 per cento per Belgio e Italia, mentre l'indicazione di accelerazione o rallentamento del PIL è stata corretta in un numero di casi compreso fra il 69 per cento per il Belgio e il 100 per cento per l'Italia.

Il confronto fra la prima stima e quella rapida del PIL rivela che la prima pubblicazione completa non fornisce una descrizione sensibilmente diversa degli andamenti economici rispetto alla stima rapida, a dimostrazione del fatto che il miglioramento della tempestività determinato dall'introduzione delle stime rapide per il PIL non ne pregiudica necessariamente l'affidabilità³⁾. Questa valutazione favorevole potrebbe ricondursi all'attenta preparazione da parte dell'Eurostat e degli ISN, ad esempio per quanto concerne i miglioramenti apportati ai metodi e alle fonti disponibili sottostanti alle stime rapide del PIL.

Attualmente è allo studio la fattibilità di diffondere entro il 2012 le stime rapide del PIL con 15 giorni di anticipo, ossia a 30 giorni dalla fine del trimestre di riferimento, in linea con il nuovo elenco dei Principali indicatori economici europei (PIEE) pubblicato dal Comitato economico e finanziario (CEF) nella sua relazione per l'anno 2008 sull'andamento dei lavori relativi agli obblighi di informazione nel quadro dell'Unione economica e monetaria, approvata dal Consiglio Ecofin nel novembre 2008. Questo ulteriore miglioramento corrisponderebbe meglio alle esigenze relative alla definizione delle politiche

3) Le stime rapide, pubblicate 45 giorni dopo la fine del trimestre di riferimento, hanno costituito un importante miglioramento rispetto alle prime stime della crescita del PIL dell'area dell'euro, in precedenza divulgate con un ritardo di 70 giorni. L'anticipazione è stata in linea con i requisiti di tempestività dei PIEE, una serie di statistiche fondamentali relative all'area dell'euro e all'UE richiesta dal Consiglio Ecofin nel febbraio 2003 e sottoposta a revisione e aggiornamento nel 2008. Per maggiori informazioni, cfr. per esempio il riquadro *Principali indicatori economici europei: progressi conseguiti fino a settembre 2004* nel numero di settembre 2004 di questo Bollettino.

economiche e allineerebbe la tempestività delle stime rapide del PIL dell'area dell'euro alle migliori prassi internazionali, fra cui la stima "anticipata" del PIL per gli Stati Uniti, anche questa pubblicata circa 30 giorni dopo la fine del trimestre⁴).

Passando agli altri indicatori di revisione, vari risultati sono degni di nota. In primo luogo, l'entità e la volatilità delle revisioni fra la prima stima e l'aggiornamento trimestrale tendono a essere inferiori a quelle fra la prima stima e l'aggiornamento annuale, come si evince dalla figura 2. Questo risultato, che concerne l'area dell'euro e i singoli paesi interessati, non sorprende perché nel tempo si rendono disponibili maggiori informazioni, aumentando la probabilità di revisioni più rilevanti e volatili.

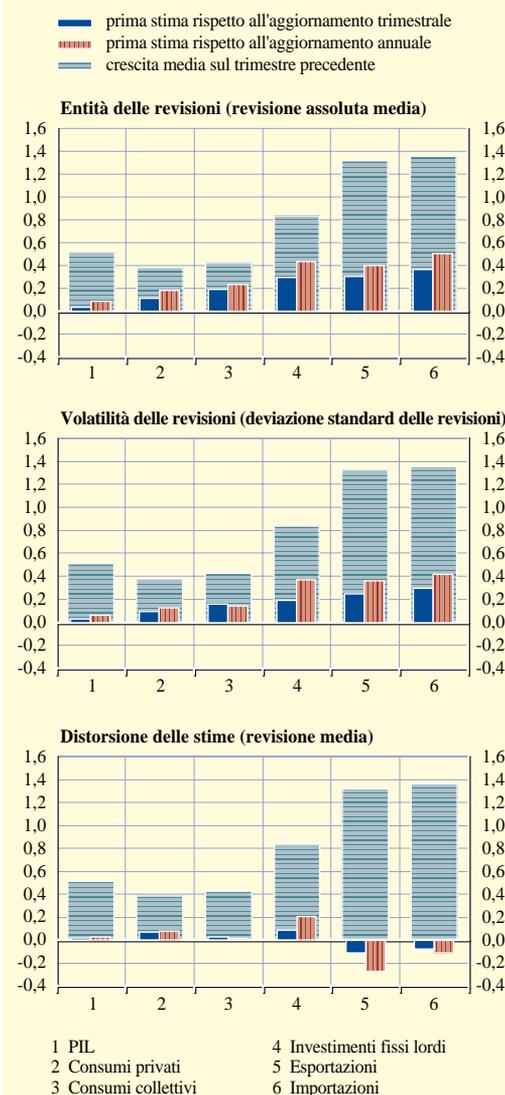
Il secondo risultato in evidenza è che l'entità e la volatilità delle revisioni sembrano diverse tra l'area dell'euro e i singoli paesi, con la tendenza a essere più contenute nell'area. Ciò è riconducibile principalmente al fatto che le revisioni ai dati nazionali non sono perfettamente correlate e quindi si compensano a vicenda almeno in parte. Per quanto riguarda la distorsione delle stime preliminari, i risultati suggeriscono che questa tende a essere modesta e statisticamente insignificante sia per l'area dell'euro sia per i singoli paesi.

3.2 RISULTATI PER LE PRINCIPALI COMPONENTI DI SPESA

Nella presente sezione si prendono in considerazione le principali componenti di spesa del PIL dell'area dell'euro, ossia i consumi privati, quelli collettivi, gli investimenti fissi lordi, le esportazioni e le importazioni. Partendo dai consumi privati, le revisioni per questa componente tendono a essere più rilevanti e volatili rispetto a quelle riguardanti il PIL totale, come si può riscontrare dalla figura 3. La distorsione della stima per i consumi privati tende a essere modesta. Il quadro dei consumi collettivi è sostanzialmente simile a quello dei consumi privati, sebbene per questi ultimi sia l'entità sia la volatilità siano di poco superiori.

Figura 3 Indicatori di revisione delle stime di crescita del PIL, raffronto fra componenti

(variazioni percentuali e punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: campione dal primo trimestre del 2003 al quarto del 2007.

4) Secondo le nuove pubblicazioni del *Bureau of Economic Analysis* statunitense, la stima anticipata della crescita del PIL sul trimestre precedente ha indicato con successo la direzione della variazione della crescita del PIL nel 98 per cento dei casi durante il periodo dal 1983 al 2005, mentre ha indicato correttamente se il PIL era in aumento o diminuzione nel 75 per cento dei casi. Rispetto alla stima preliminare pubblicata un mese più tardi, l'entità e la volatilità media delle revisioni è stata di 0,1 punti percentuali. Non si sono avute evidenze di un significativo effetto distorsivo. La crescita media sul trimestre precedente nel periodo dal 1983 al 2005 è stata pari allo 0,8 per cento.

Le revisioni per gli investimenti fissi lordi sono notevolmente più grandi e più volatili, anche tenendo conto del tasso di crescita medio maggiore per questa componente rispetto al PIL. È interessante notare, tuttavia, che entità e volatilità sono sostanzialmente del medesimo ordine di grandezza, come nel caso delle componenti dei consumi e del PIL. La distorsione nella stima degli investimenti fissi lordi è lievemente superiore a quella del PIL.

Quanto alle componenti di spesa relative al commercio estero⁵⁾, le revisioni fra la prima pubblicazione e l'aggiornamento trimestrale sono più rilevanti per le esportazioni rispetto al PIL e sostanzialmente di entità e volatilità pari a quelle degli investimenti fissi lordi. La distorsione delle revisioni alle esportazioni è di gran lunga superiore a quella del PIL, anche considerando il tasso di incremento medio delle esportazioni più elevato. Il quadro per le importazioni è analogo a quello delle esportazioni, come risulta dalla figura 3.

4 CONCLUSIONI

Nel presente articolo è stata esaminata l'affidabilità delle prime stime per l'area dell'euro, aggiornando e ampliando i risultati delineati in un riquadro su questo argomento apparso in un precedente numero di questo Bollettino⁶⁾.

Occorre tenere presente un importante motivo di cautela relativo all'analisi presentata in questo articolo, ossia che il campione considerato è relativamente piccolo. Per paesi come gli Stati Uniti, ad esempio, i dati risalgono agli anni settanta e pertanto offrono risultati più robusti, anche per fasi diverse del ciclo economico. Tuttavia, si potrebbe mettere in discussione la rilevanza delle prime stime e delle corrispondenti revisioni che riguardano le rilevazioni di due o più decenni fa ai fini della valutazione dell'affidabilità delle stime preliminari attuali, giacché le prassi degli istituti di statistica e le relazioni economiche cambiano nel tempo.

Sono stati riscontrati due risultati principali. Innanzitutto, che le prime stime sono in genere

alquanto attendibili. In particolare, le revisioni dei dati relativi al PIL complessivo sono solitamente più modeste di quelle apportate alle componenti del PIL e le revisioni dei dati dell'area dell'euro sono abitualmente più contenute di quelle relative ai dati nazionali. Entrambi i fenomeni vanno ascritti al fatto che le revisioni a un livello disaggregato tendono ad annullarsi a livello aggregato.

Vi sono alcune risultanze interessanti connesse a questa prima evidenza. Per quanto riguarda il PIL, le revisioni tendono a essere maggiori e più volatili nel confronto fra stima rapida e aggiornamento annuale di quanto avvenga in quello fra stima rapida e prima pubblicazione (completa) o aggiornamento trimestrale, a causa dell'accresciuta disponibilità delle fonti di dati. Per quanto riguarda le componenti del PIL, le revisioni ai consumi privati e collettivi sembrano essere più modeste e meno volatili; le prime stime per queste componenti sono soggette inoltre a una distorsione minore rispetto a quelle degli investimenti fissi, delle esportazioni e delle importazioni. Ciò potrebbe ricondursi a una più ampia disponibilità di una serie esaustiva e tempestiva di dati sottostanti. Fra i possibili esempi si annoverano l'indice del volume del commercio al dettaglio per i consumi privati e i dati amministrativi per i consumi collettivi. Gli investimenti fissi lordi, invece, sono in genere più difficili da misurare e spesso si basano su fonti di dati meno numerose e tempestive. Per quanto riguarda l'interscambio con l'estero, la minor affidabilità delle prime stime può essere connessa alle difficoltà insite nel calcolo dei deflatori degli scambi commerciali e nella misurazione dei servizi.

Il secondo risultato principale rilevato nell'articolo è che la descrizione degli andamenti economici offerta dalla stima rapida non presenta differenze significative rispetto a quella delineata dalla prima stima completa pubblicata circa due settimane più tardi, il che significa

5) Le esportazioni e le importazioni dell'area dell'euro comprendono gli scambi tra i paesi dell'area.

6) Cfr. nota 2.

che, nonostante il ritardo aggiuntivo, le nuove informazioni di base rese disponibili non comportano solitamente una revisione significativa della stima rapida divulgata in precedenza (per il PIL dell'area dell'euro, la distorsione della stima rapida e l'entità media delle revisioni sono prossime allo zero). Ciò dimostra che, come nel caso della pubblicazione di stime rapide 45 giorni dopo il trimestre di riferimento, la maggior tempestività non implica necessariamente una minore affidabilità.

I due principali risultati rivestono un'importanza particolare in quanto le statistiche ufficiali, che sono alla base della definizione delle politiche economiche, devono essere sia affidabili che tempestive. Essi sono anche rilevanti per il dibattito in corso sulla fattibilità di pubblicare la stima rapida della crescita del PIL dell'area dell'euro 30 giorni dopo la fine del trimestre di riferimento, condizione che meglio corrisponderebbe alle esigenze di definizione delle politiche economiche e allineerebbe la tempestività ai parametri internazionali.

ARTICOLI

Le revisioni
delle stime
del PIL
nell'area
dell'euro

RIPARTIZIONE PER FUNZIONE DELLA SPESA PUBBLICA NELL'UNIONE EUROPEA

La questione relativa alla qualità della spesa delle amministrazioni pubbliche ha assunto grande rilevanza nel dibattito sulle politiche economiche in Europa e diversi studi hanno trattato gli aspetti relativi alle dimensioni, all'efficienza e all'efficacia del settore pubblico. L'evidenza empirica ricavata dai dati sulla spesa per funzione mostra notevoli differenze di performance fra paesi nell'ambito delle diverse funzioni svolte dall'operatore pubblico e segnala ai responsabili delle politiche economiche la presenza di margini per guadagni di efficienza. Di conseguenza, si è accresciuta la necessità di disporre di dati dettagliati e tempestivi sulla composizione della spesa delle amministrazioni pubbliche. Attualmente 19 Stati membri dell'Unione europea trasmettono a Eurostat su base volontaria informazioni di dettaglio sulla disaggregazione della spesa pubblica per singole funzioni, quali istruzione e sanità. Questa classificazione funzionale rappresenta una preziosa fonte di dati per una valutazione e un confronto al livello di UE della performance del settore pubblico. L'articolo raffronta la composizione della spesa pubblica nei diversi Stati membri dell'UE, sottolineando tuttavia che tali confronti devono tenere conto delle differenze istituzionali fra paesi, in particolare di quelle riguardanti i sistemi previdenziali e tributari.

I INTRODUZIONE

Negli ultimi anni la qualità della spesa pubblica ha assunto crescente rilevanza nel dibattito sulle politiche economiche in Europa. Di conseguenza, alcuni aspetti relativi alla qualità delle finanze pubbliche degli Stati membri dell'Unione Europea (UE) sono stati integrati nel quadro di riferimento europeo per la sorveglianza di bilancio, non da ultimo in connessione con la strategia di Lisbona e la riforma del Patto di stabilità e crescita nel 2005. Hanno così assunto particolare rilievo il livello e la composizione della spesa pubblica, poiché è ampiamente riconosciuto che entrambi influiscono sulla crescita economica e sul regolare funzionamento dell'Unione economica e monetaria (UEM)¹⁾.

Questo articolo descrive ed esamina le tendenze generali del livello e della composizione della spesa pubblica nell'UE. Negli ultimi anni la tempestività, la possibilità di effettuare confronti internazionali e il livello di dettaglio delle statistiche relative alla ripartizione della spesa pubblica per funzioni (quali sanità e istruzione) sono notevolmente migliorati, anche se tali dati sono tuttora disponibili con maggiore ritardo rispetto a quelli relativi alle transazioni economiche (come sussidi o investimenti). Assicurare la confrontabilità della spesa pubblica fra paesi non è sempre un'operazione facile, considerata la diversa organizzazione del settore pubblico in ciascun paese. I governi, per esempio, possono

decidere di intervenire a favore di una fascia di popolazione in diversi modi, tramite spese dirette (ad esempio in abitazioni), oppure sussidi mirati o ancora sgravi fiscali. Queste diverse misure, ancorché equivalenti sul piano economico, possono far variare considerevolmente i dati della spesa pubblica. Tenendo debitamente conto di questi motivi di cautela, le statistiche sulla classificazione per funzioni si rivelano una preziosa fonte di informazione per valutare la qualità della spesa pubblica all'interno dell'UE in termini di livello, efficienza ed efficacia.

L'articolo è strutturato come segue: la sezione 2 descrive le fonti statistiche della spesa pubblica per funzione; la sezione 3 esamina l'evoluzione della ripartizione della spesa per funzione nell'UE; la sezione 4 propone un'aggregazione a fini illustrativi delle principali componenti della spesa pubblica e mostra in che modo i dati sulle singole funzioni possono essere utilizzati a fini analitici; la sezione 5 riporta alcune conclusioni.

2 FONTI STATISTICHE DELLA SPESA PUBBLICA PER FUNZIONE

Le funzioni della spesa pubblica possono essere analizzate sulla base della classificazione

1) Cfr. l'articolo *L'importanza delle riforme della spesa pubblica per la crescita economica e la stabilità* nel numero di aprile 2006 di questo Bollettino.

Tavola 1 Classificazione delle funzioni della pubblica amministrazione (Cofog)

Divisioni	Gruppi
01 Servizi generali delle amministrazioni pubbliche	01.7 Transazioni relative al debito pubblico
02 Difesa	
03 Ordine pubblico e sicurezza	
04 Affari economici	
05 Protezione dell'ambiente	
06 Abitazioni e assetto territoriale	
07 Sanità	07.1 Prodotti, attrezzature e apparecchi sanitari 07.2 Servizi non ospedalieri 07.3 Servizi ospedalieri
08 Attività ricreative, culturali e di culto	
09 Istruzione	09.1 Istruzione prescolastica e primaria 09.2 Istruzione secondaria 09.3 Istruzione post-secondaria non superiore 09.4 Istruzione superiore
10 Protezione sociale	10.1 Malattia e invalidità 10.2 Vecchiaia 10.4 Famiglia 10.5 Disoccupazione

ne internazionale Cofog (Classification of the Functions of Government), elaborata dall'OCSE e pubblicata dalla divisione di statistica delle Nazioni Unite. Questa classificazione suddivide la spesa pubblica in dieci divisioni (o funzioni di primo livello) articolate al loro interno in gruppi. La tavola 1 riporta le dieci macro funzioni nonché, per le divisioni 'servizi generali delle amministrazioni pubbliche', 'sanità', 'istruzione' e 'protezione sociale'²⁾, le articolazioni di secondo livello più rilevanti in termini di incidenza sul PIL.

Gli Stati membri dell'UE hanno l'obbligo di trasmettere a Eurostat i dati sulle dieci divisioni Cofog entro un termine di dodici mesi dalla fine dell'anno di riferimento. Inoltre attualmente 19 paesi forniscono su base volontaria a Eurostat una

disaggregazione più dettagliata della spesa pubblica e altri hanno in progetto di farlo in futuro.

Se la natura delle diverse funzioni elencate nella tavola 1 sembra, dal punto di vista intuitivo, chiara, il problema nasce come sempre nel dettaglio. Ad esempio, a quale comparto imputare la spesa relativa a un ospedale militare: alla difesa o alla sanità? Questi problemi vanno risolti e documentati per garantire che i dati Cofog vengano compilati nei diversi paesi secondo criteri armonizzati (cfr. il riquadro).

2) Per una descrizione dettagliata della classificazione Cofog, si veda la guida pubblicata da Eurostat *Manual on sources and methods for the compilation of COFOG statistics – Classification of the Functions of Government (COFOG)* (http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-RA-07-022/EN/KS-RA-07-022-EN.PDF).

Riquadro

IL PROCESSO DI ARMONIZZAZIONE DEI DATI STATISTICI

È importante assicurare che le statistiche Cofog non solo siano armonizzate fra paesi, ma siano anche in linea con altre serie sulla spesa pubblica.

Due volte all'anno gli Stati membri dell'UE forniscono a Eurostat i dati sulla spesa pubblica disaggregati per tipo di transazione economica (redditi da lavoro dipendente, spesa per investimenti, ecc.). Questi dati dovrebbero essere coerenti con quelli relativi al disavanzo e al debito

pubblico degli Stati membri, che vengono trasmessi contemporaneamente a Eurostat e utilizzati nell'ambito della procedura per disavanzi eccessivi.

Le norme contabili che gli Stati membri sono tenuti ad applicare nell'elaborazione di queste statistiche sono definite nel Sistema europeo dei conti 1995 (SEC 95).

In applicazione di una delle norme fondamentali del SEC 95, le transazioni vengono contabilizzate secondo il "principio della competenza". Si prenda l'esempio di un'attrezzatura militare ordinata dall'amministrazione nell'anno t, consegnata nell'anno t+1 e pagata nell'anno t+2: in virtù del principio della competenza la spesa corrispondente sarà contabilizzata nell'anno t+1, anziché in t o in t+2. Il momento in cui nasce l'obbligazione di pagamento determina il momento della registrazione in bilancio. I bilanci pubblici tuttavia sono spesso predisposti su base di cassa. Di conseguenza, nel compilare le statistiche relative alla spesa pubblica secondo le norme contabili del SEC 95, gli statistici devono correggere questi dati di bilancio. Inoltre, nel quadro del SEC 95, la spesa pubblica non include il rimborso del debito. Ciò significa che il gruppo Cofog 'transazioni relative al debito pubblico' non comprende gli esborsi per il rimborso del debito ma si compone principalmente della spesa per interessi.

Per verificare la coerenza fra le serie Cofog e i dati sulla spesa disaggregati per tipo di transazione economica, Eurostat chiede agli Stati membri di fornire una scomposizione della spesa pubblica per funzione e per tipo di transazione economica. Nel caso di numerosi paesi, queste disaggregazioni risultano coerenti.

I dati riportati nell'articolo si riferiscono alla spesa delle amministrazioni pubbliche, che include non solo la spesa delle amministrazioni centrali, ma anche quella delle amministrazioni locali e degli enti di previdenza. I flussi fra sottosectori, inerenti ad esempio ai trasferimenti e agli interessi passivi, devono essere consolidati in modo da riflettere correttamente la spesa pubblica complessiva. Attualmente nei dati Cofog non è inclusa la spesa finanziata tramite il bilancio dell'UE (come le sovvenzioni all'agricoltura); nel 2007 il rapporto fra questa spesa e il PIL è variato dallo 0,1 per cento in Lussemburgo al 3,4 per cento in Lituania.

3 DINAMICA DELLA SPESA PUBBLICA PER FUNZIONE NELL'UE

Nel 2006 la spesa pubblica complessiva nell'area dell'euro è stata pari in media al 46,7 per cento del PIL, con una diminuzione di quasi 2 punti percentuali rispetto al 1998. Rispetto alla media dell'area dell'euro, nel 2006 il rapporto fra spesa pubblica e PIL è stato più elevato in Belgio, Francia, Austria, Italia e Finlandia,

mentre è risultato notevolmente inferiore in Irlanda, Slovacchia e Spagna. Nel Regno Unito il rapporto fra spesa pubblica e PIL si è mantenuto al di sotto della media dell'UE, nonostante un considerevole incremento fra il 1998 e il 2006, mentre in Danimarca e in Svezia ha continuato a collocarsi fra i più alti dell'UE, malgrado il calo segnato dal 1998 (cfr. tavola 2)³⁾.

La componente di spesa di gran lunga più importante in tutti i paesi dell'area dell'euro è la protezione sociale. In percentuale del PIL, essa si è collocata nel 2006 al di sopra della media dell'area in Francia, Germania, Finlandia e Austria, mentre è risultata notevolmente inferiore alla media in Irlanda, Cipro e Slovacchia.

Nell'area dell'euro la spesa per la protezione sociale va principalmente ricondotta alle pensioni di vecchiaia che, nel 2006, hanno rappresentato

3) La classificazione Cofog non fornisce un quadro completo dello stato dei conti pubblici. Ad esempio, in base alle linee guida del SEC 95, non formano parte della spesa pubblica né i conferimenti di capitale a società pubbliche o private, che vengono invece iscritti come transazioni finanziarie, né le garanzie statali, registrate come passività potenziali.

Tavola 2 Classificazione funzionale della spesa pubblica

(in percentuale del PIL)

Divisioni Cofog	Servizi generali delle amministrazioni pubbliche		Difesa e ordine pubblico e sicurezza		Affari economici		Sanità		Istruzione		Protezione sociale		Altre divisioni		Totale	
	1998	2006	1998	2006	1998	2006	1998	2006	1998	2006	1998	2006	1998	2006	1998	2006
Belgio	11,0	8,5	2,8	2,0	4,7	5,0	6,1	6,9	6,0	5,9	17,6	17,3	2,1	2,8	50,4	48,4
Germania	6,7	5,6	2,9	2,0	4,0	3,2	6,1	6,3	4,3	3,9	21,7	21,6	2,3	2,7	48,0	45,3
Irlanda	5,8	3,6	2,5	1,0	4,6	4,5	5,7	7,8	4,2	4,2	9,8	9,7	1,8	3,0	34,5	33,8
Grecia	13,3	8,1	3,3	4,5	6,3	4,5	4,3	4,7	3,1	2,3	17,9	17,9	1,2	0,1	49,5	42,2
Spagna	6,7	4,6	3,0	2,2	4,8	5,0	5,2	5,6	4,4	4,3	13,6	12,8	3,3	3,9	41,1	38,5
Francia	7,9	6,9	3,5	3,7	3,2	2,9	6,6	7,2	6,4	6,0	21,8	22,3	3,3	3,7	52,7	52,7
Italia	11,4	8,7	3,1	2,7	4,0	5,9	5,6	7,0	4,8	4,5	17,7	18,2	2,7	1,8	49,2	48,9
Cipro	8,8	9,9	4,0	4,6	4,4	4,4	2,7	3,1	6,0	7,2	7,7	10,4	3,2	3,7	36,7	43,4
Lussemburgo	4,9	4,0	1,3	0,5	4,4	4,5	4,8	4,6	4,9	4,5	16,9	16,4	3,9	4,0	41,0	38,6
Malta	5,5	6,7	2,7	1,6	7,4	5,7	4,6	6,4	5,4	5,5	13,4	14,0	3,9	3,6	43,0	43,6
Paesi Bassi	9,5	7,3	3,0	2,9	4,6	4,7	3,8	5,9	4,8	5,1	17,8	16,5	3,1	3,0	46,7	45,6
Austria	9,0	7,0	2,4	1,7	4,7	4,8	7,7	6,9	5,9	5,9	21,2	20,4	3,0	2,5	54,0	49,4
Portogallo	6,0	6,9	3,3	2,6	6,4	3,8	6,2	7,2	6,3	7,1	12,1	16,0	2,5	2,7	42,8	46,3
Slovenia	.	6,2	.	2,9	.	4,1	.	6,2	.	6,4	.	17,1	.	1,6	46,3	44,5
Slovacchia	.	5,0	.	3,6	.	4,1	.	5,3	.	4,1	.	12,2	.	2,8	45,8	37,1
Finlandia	7,6	6,5	3,2	3,0	5,2	4,5	5,9	6,8	6,1	5,8	22,4	20,4	2,1	1,7	52,5	48,9
Area dell'euro	8,3	6,6	2,9	2,6	4,1	4,2	5,9	6,6	5,1	4,8	19,5	19,1	2,8	2,7	48,6	46,7
Bulgaria	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	36,5
Repubblica Ceca	4,0	4,9	3,7	2,5	9,5	6,9	5,9	7,2	4,0	4,9	12,6	12,7	3,4	4,8	43,2	43,8
Danimarca	9,1	6,0	2,7	3,2	4,1	3,5	6,9	7,0	7,6	7,7	23,0	21,8	2,2	1,9	55,6	51,2
Estonia	4,6	2,6	4,0	2,7	4,7	4,2	4,5	4,0	7,3	6,0	10,9	9,5	3,5	5,1	39,4	34,2
Lettonia	6,7	6,1	3,3	2,9	4,9	6,0	2,7	2,9	6,6	6,3	13,7	9,6	2,3	4,2	40,2	37,9
Lituania	.	4,2	.	3,3	.	4,0	.	4,7	.	5,5	.	10,0	.	1,9	40,4	33,6
Ungheria	.	9,6	.	2,8	.	6,3	.	5,5	.	5,8	.	17,7	.	4,3	52,8	51,9
Polonia	.	5,9	.	2,3	.	4,4	.	4,7	.	6,0	.	16,9	.	3,7	44,3	43,8
Romania	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	38,5	35,3
Svezia	10,2	7,7	3,7	3,4	4,5	4,8	6,2	6,8	7,4	7,1	23,1	22,7	3,7	1,6	58,8	54,1
Regno Unito	5,5	4,3	4,6	5,1	2,0	2,9	5,4	7,1	4,6	6,1	15,3	15,4	1,6	3,0	39,0	43,9
UE	8,0	6,2	3,5	3,1	4,0	4,0	6,0	6,6	5,3	5,2	19,2	18,3	1,2	2,9	47,3	46,3

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati relativi all'area dell'euro si riferiscono all'area esclusa la Slovacchia. Il punto (".") indica che i dati non sono ancora disponibili.

quasi il 9 per cento del PIL in Finlandia, il 10 per cento in Germania e il 12-13 per cento in Grecia e Italia (cfr. tavola 3). Tra il 1998 e il 2006 un forte incremento di questa voce di spesa è stato registrato da Cipro e dal Portogallo. Con riferimento agli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, nel Regno Unito la spesa previdenziale, rappresentata per circa la metà dalle pensioni di vecchiaia, si è mantenuta relativamente stabile nel tempo. L'incidenza di questa componente sul PIL è relativamente elevata in Danimarca e, soprattutto, in Svezia, sebbene in entrambi i paesi essa abbia fatto osservare una tendenza calante nel periodo 1998-2006.

Questi dati vanno interpretati con la debita cautela, considerate le differenze istituzionali fra i

vari sistemi previdenziali e tributari nazionali⁴⁾. In alcuni paesi, ad esempio, le prestazioni sociali in favore delle famiglie sono tassate come redditi da lavoro, mentre in altri esse sono in parte o interamente esenti da imposte, ossia vengono erogate ai destinatari al netto delle imposte sul reddito. Ne consegue che, anche a parità di reddito disponibile per i destinatari delle prestazioni, nel primo gruppo di paesi la relativa spesa pubblica risulterà in media più elevata. Questi trasferimenti sono tassati grosso modo come i redditi da lavoro in Italia e nei paesi nordici, mentre in altri

4) La diversità di modelli e di sistemi sociali influenza ovviamente le differenze fra paesi. Si veda ad esempio Bonoli, G. (1997), "Classifying Welfare States: A Two-dimension Approach", *Journal of Social Policy*, 26 (3), pagg. 351-372.

Tavola 3 Disaggregazione per gruppi Cofog delle principali voci di spesa

(dati relativi al 2006; in percentuale del PIL)

Divisioni Cofog	Protezione sociale					Istruzione					Sanità			
	Malattia e invalidità	Vecchiaia	Famiglia	Disoccupazione	Altro	Istruzione pre-scolastica e primaria	Istruzione secondaria	Istruzione post-secondaria non superiore	Istruzione superiore	Altro	Prodotti, attrezzature e apparecchi sanitari	Servizi non ospedalieri	Servizi ospedalieri	Altro
Belgio	2,3	7,1	2,1	2,5	3,3	1,9	2,5	0,0	0,7	0,7	0,8	2,1	3,4	0,6
Germania	2,7	10,0	2,2	2,6	4,1	1,0	1,8	0,1	0,7	0,3	1,5	2,0	2,6	0,2
Irlanda	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Grecia	2,8	12,5	0,5	0,5	1,7	0,3	1,0	0,0	0,5	0,4	1,3	0,2	2,5	0,6
Spagna	2,2	6,1	0,5	1,6	2,6	1,6	1,5	0,0	0,9	0,3	1,2	0,0	4,3	0,2
Francia	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Italia	1,7	12,2	1,0	0,5	2,7	1,7	1,9	0,2	0,4	0,4	0,9	2,2	3,8	0,1
Cipro	0,2	4,4	1,9	0,8	3,1	1,5	1,9	0,0	1,3	2,5	0,6	0,1	0,4	2,0
Lussemburgo	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Malta	1,9	7,5	1,1	0,6	3,0	1,3	2,3	0,0	0,8	1,1	1,2	0,6	4,2	0,3
Paesi Bassi	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Austria	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Portogallo	1,6	9,6	1,1	1,2	2,5	0,3	4,3	0,0	1,3	1,3	2,2	2,4	2,5	0,2
Slovenia	2,7	10,4	1,9	0,7	1,4	2,2	2,7	0,0	1,1	0,5	1,2	1,9	2,5	0,5
Slovacchia	1,9	6,7	1,2	0,2	2,2	1,7	0,9	0,0	0,7	0,8	2,0	1,7	1,2	0,4
Finlandia	4,3	8,9	2,7	2,3	2,2	1,1	2,7	0,0	1,7	0,4	0,7	1,7	2,2	2,3
Bulgaria	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Repubblica Ceca	2,8	6,5	1,5	0,3	1,5	0,5	2,9	0,0	1,0	0,5	1,2	1,4	2,9	1,6
Danimarca	4,8	7,0	5,0	2,5	2,5	3,4	1,5	0,0	1,6	1,2	0,4	1,0	5,4	0,3
Estonia	1,8	5,5	1,6	0,2	0,5	2,1	2,0	0,4	1,2	0,4	0,5	0,6	2,7	0,2
Lettonia	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Lituania	2,5	4,9	1,0	0,4	1,2	1,3	2,2	0,0	1,2	0,8	0,8	1,2	1,9	0,8
Ungheria	3,8	6,5	2,4	0,5	4,5	1,9	1,1	0,0	1,0	1,8	1,8	1,0	2,1	0,6
Polonia	0,8	13,9	1,1	0,5	0,5	2,0	1,7	0,0	1,7	0,7	0,4	0,7	2,1	1,4
Romania	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Svezia	5,7	10,6	2,7	2,0	1,8	4,0	1,3	0,0	1,4	0,3	0,9	2,9	2,5	0,4
Regno Unito	2,8	7,2	2,5	0,3	2,4	1,8	1,8	0,7	0,7	1,0	0,1	0,5	6,4	0,1

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Nota: il punto (".") indica che i dati non sono ancora disponibili.

paesi non sono di norma soggetti a imposizione (è il caso dei sussidi di disoccupazione in Austria, Germania e Portogallo o delle prestazioni di malattia in Germania e Portogallo). Analogamente, i regimi assicurativi privati obbligatori a copertura delle prestazioni pensionistiche, sanitarie e di disoccupazione riducono i dati complessivi della spesa pubblica in alcune economie, mentre i contributi statali a compensazione dei versamenti volontari delle famiglie nei fondi previdenziali accrescono i volumi di spesa. Allo stesso modo, un cambio di regime assicurativo in un paese può rendere più complicato il confronto fra i livelli di spesa pubblica nel tempo.

Nel periodo in esame la spesa pubblica per la sanità è aumentata nell'area dell'euro e la sua inci-

denza sul PIL si è accresciuta in tutti i paesi ad eccezione di Lussemburgo e Austria. Fra il 1998 e il 2006 gli aumenti maggiori del rapporto spesa sanitaria/PIL hanno interessato l'Irlanda, Malta e i Paesi Bassi. Nel 2006 questa componente di spesa è stata particolarmente ampia in Irlanda, Francia, Portogallo e Italia, risultando invece relativamente contenuta per Cipro, Lussemburgo e Grecia. Nel caso dell'Italia e del Portogallo, la spesa sanitaria è stata trainata principalmente dai servizi ospedalieri e da quelli non ospedalieri. Un aumento di queste due voci è stato registrato anche nel Regno Unito, che ha fatto osservare un rapporto fra spesa sanitaria e PIL fra i più elevati dell'UE nel 2006. Nello stesso anno in Danimarca e in Svezia il rapporto si è collocato su un livello lievemente superiore alla media dell'UE.

Tra il 1998 e il 2006 la spesa pubblica per l'istruzione nell'area dell'euro è diminuita in rapporto al PIL. Il calo è stato di 0,8 punti percentuali in Grecia e di circa 0,4 punti percentuali in Germania, Francia e Italia. Nel 2006 in Slovenia la spesa per l'istruzione in rapporto al PIL ha superato in misura significativa la media dell'area; anche a Cipro e in Portogallo essa è stata ben al di sopra della media, a seguito del sensibile aumento segnato nel periodo 1998-2006. I livelli più bassi di spesa per l'istruzione nel 2006 sono stati registrati da Grecia, Germania e Slovacchia (cfr. tavola 2). Nel Regno Unito questa voce ha inciso per il 6,1 per cento del PIL, registrando un livello superiore alla media dell'UE, ed è risultata relativamente elevata anche in Danimarca e in Svezia.

Nel 2006 una quota cospicua di spesa pubblica dell'area dell'euro è stata rappresentata anche dai servizi generali delle amministrazioni pubbliche, nonostante la riduzione segnata dal 1998. La spesa destinata a questa componente è risultata ampiamente superiore alla media a Cipro, in Italia, in Belgio e in Grecia. Tuttavia nel caso di Italia, Belgio e Grecia, essa va imputata per oltre la metà agli interessi corrisposti sui rispettivi debiti pubblici, che rappresentano una percentuale molto ampia del PIL. Per contro, nei paesi con un basso rapporto debito/PIL la spesa per i servizi generali è stata inferiore alla media nel 2006, come in Irlanda, Lussemburgo e Spagna. Nel Regno Unito il rapporto fra questa componente di spesa e il PIL è stato inferiore alla media dell'UE sia nel 1998 che nel 2006; nello stesso periodo esso si è ridotto significativamente in Danimarca e in Svezia, anche se in quest'ultimo paese continuava a collocarsi al di sopra della media dell'UE nel 2006.

4 AGGREGAZIONE E UTILITÀ DEI DATI SULLA SPESA PUBBLICA PER FUNZIONE

Le dieci divisioni di primo livello della classificazione Cofog possono essere aggregate in modo da riflettere le cinque funzioni primarie svolte dall'operatore pubblico: redistributiva, beni pubblici puri, sanità e istruzione⁵⁾, servi-

zi generali delle amministrazioni pubbliche e attività private (attività che potrebbero altresì essere svolte da organismi del settore privato). Sulla base di questo approccio, la funzione redistributiva è rappresentata dalla divisione Cofog 'protezione sociale', mentre quella attinente ai beni pubblici puri ricomprende le divisioni 'difesa' e 'ordine pubblico e sicurezza'⁶⁾. La funzione sanità e istruzione riunisce le due macro aree corrispondenti della classificazione Cofog; anche la componente relativa ai servizi generali delle amministrazioni pubbliche ha un equivalente diretto e include sia le spese per servizi amministrativi, sia le transazioni relative al pagamento degli interessi sul debito pubblico. Infine la funzione attinente alle attività private, che copre i programmi destinati ad agricoltura, energia, produzione manifatturiera e infrastrutture, include le macro aree Cofog 'affari economici', 'protezione dell'ambiente', 'abitazioni e assetto territoriale' e 'attività ricreative, culturali e di culto'⁷⁾. La tavola 4 sintetizza le aggregazioni delle divisioni Cofog che formano questi raggruppamenti funzionali.

Le figure 1 e 2 illustrano questi raggruppamenti funzionali in percentuale della spesa pubblica complessiva dell'area dell'euro rispettivamente nel 1998 e nel 2006. In media, la distribuzione della spesa per funzione non è variata in modo rilevante nel periodo considerato. La quota destinata a sanità e istruzione è aumentata dal 22,6 per

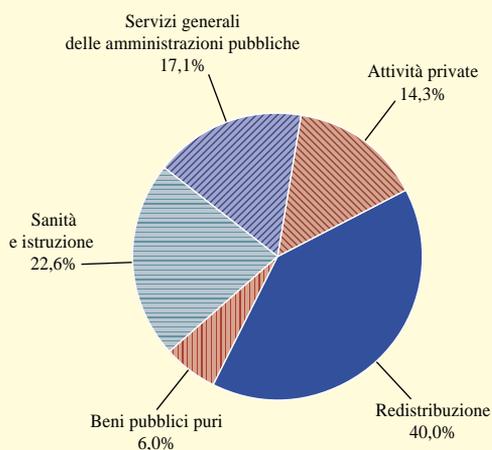
- 5) Si può considerare che un buon livello di salute e di istruzione della popolazione rappresenti un presupposto per garantire all'interno del paese il regolare funzionamento dei mercati, il rispetto dei diritti di proprietà, lo Stato di diritto e abbondanti opportunità, potenzialmente aperte a tutti (cfr. Afonso, A., L. Schuknecht e V. Tanzi (2005), "Public Sector Efficiency: An International Comparison", *Public Choice*, 123 (3), pagg. 321-347).
- 6) Si adotta la definizione di bene pubblico di Samuelson, basata su caratteristiche di non rivalità e di non esclusione; Barro tuttavia afferma che per alcuni beni pubblici, come la difesa e le forze dell'ordine, possono emergere fenomeni di congestione (cfr. Barro, R. (1990), "Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth", *Journal of Political Economy*, 98 (5); Samuelson, P. (1954), "The pure theory of public expenditure", *Review of Economics and Statistics*, 36, pagg. 387-389).
- 7) Sebbene a fini illustrativi questa suddivisione fornisca una ragionevole rappresentazione delle funzioni pubbliche, è ovvio che si sarebbe potuto aggregare le divisioni in modo diverso. Ad esempio, si potrebbe anche ritenere che la "protezione dell'ambiente" rientri in gran parte fra i beni pubblici puri.

Tavola 4 Disaggregazione per raggruppamenti funzionali della spesa pubblica

Funzioni principali dell'amministrazione pubblica	Divisioni Cofog
Redistribuzione	10 Protezione sociale
Beni pubblici puri	02 Difesa
	03 Ordine pubblico e sicurezza
Sanità e istruzione	07 Sanità
	09 Istruzione
Servizi generali delle amministrazioni pubbliche	01 Servizi generali delle amministrazioni pubbliche
Attività private	04 Affari economici
	05 Protezione dell'ambiente
	06 Abitazioni e assetto territoriale
	08 Attività ricreative, culturali e di culto

Figura 1 Disaggregazione per raggruppamenti funzionali della spesa pubblica nell'area dell'euro nel 1998

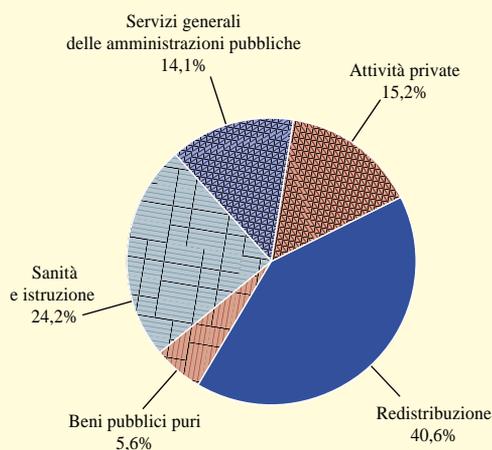
(valori percentuali)



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

Figura 2 Disaggregazione per raggruppamenti funzionali della spesa pubblica nell'area dell'euro nel 2006

(valori percentuali)



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

cento della spesa complessiva nel 1998 al 24,2 per cento nel 2006, e quella della funzione di redistribuzione si è accresciuta di 0,6 punti percentuali. Per contro, la percentuale di spesa destinata ai beni pubblici puri è diminuita lievemente, mentre un calo più significativo ha interessato i servizi generali delle amministrazioni pubbliche, in parte di riflesso all'evoluzione della spesa per interessi relativa al debito pubblico. Quest'ultima è aumentata nell'insieme dell'UE fino a metà degli anni novanta, per poi calare progressivamente in presenza di bassi tassi di interesse.

Nella tavola 5, la disaggregazione per tipo di transazione economica del raggruppamento fun-

zionale relativo ai servizi generali delle amministrazioni pubbliche contribuisce a illustrare l'eterogeneità delle situazioni nazionali in materia di spesa per interessi ⁸⁾.

Negli ultimi anni la qualità delle finanze pubbliche in termini di dimensioni, efficienza ed efficacia del settore pubblico è stata oggetto di analisi

8) In termini di divisioni Cofog peraltro i tipi di transazione economica più importanti nel 2006 sono stati: le prestazioni sociali, nel caso della protezione sociale; la spesa per redditi da lavoro dipendente nel caso dell'istruzione; sia le prestazioni sociali sia la spesa per redditi da lavoro dipendente nell'ambito della sanità.

Tavola 5 Disaggregazione per tipo di transazione economica dei servizi generali delle amministrazioni pubbliche

(dati relativi al 2006; in percentuale del PIL)

Transazione economica	Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Spesa per investimenti	Spesa per interessi	Altro
Belgio	2,4	1,0	0,0	4,0	1,0
Germania	1,1	0,7	.	2,8	.
Irlanda	0,9	0,5	.	0,9	.
Grecia	2,0	1,2	0,5	4,3	0,1
Spagna	1,0	0,7	0,2	1,6	1,1
Francia	2,1	0,6	0,3	2,6	1,3
Italia	1,6	1,1	0,5	4,7	0,9
Cipro	3,2	0,7	0,7	3,3	2,1
Lussemburgo	1,6	0,7	.	0,2	.
Malta	1,5	1,1	0,4	3,5	0,3
Paesi Bassi	1,7	1,7	.	2,2	.
Austria	1,7	0,9	0,1	2,9	1,4
Portogallo	2,0	1,0	0,2	2,8	1,0
Slovenia	1,6	1,1	.	1,4	.
Slovacchia	1,2	1,1	0,4	1,5	0,9
Finlandia	1,6	1,8	0,3	1,5	1,2
Area dell'euro	1,6	0,9	.	2,9	.
Bulgaria	.	.	.	1,4	.
Repubblica Ceca	1,4	1,2	-0,1	1,1	1,2
Danimarca	1,1	0,7	0,3	1,8	2,2
Estonia	1,1	0,7	0,1	0,2	0,5
Lettonia	1,4	1,2	1,2	0,5	1,8
Lituania	1,3	0,9	0,4	0,7	0,9
Ungheria	2,5	1,4	0,5	4,0	1,2
Polonia	1,4	0,7	0,3	2,7	0,8
Romania	.	.	.	0,8	.
Svezia	1,6	2,0	0,6	1,8	1,8
Regno Unito	0,8	0,2	0,1	2,1	1,2
UE	1,4	0,8	.	2,7	.

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati relativi all'area dell'euro si riferiscono all'area esclusa la Slovacchia. Il punto (".") indica che i dati non sono ancora disponibili.

in numerosi studi⁹⁾. L'evidenza empirica mostra che le performance realizzate nell'ambito delle singole funzioni pubbliche differiscono significativamente fra paesi e segnala ai responsabili delle politiche economiche le aree che necessitano di miglioramenti. Tale evidenza, che si avvale altresì di dati sulla spesa per funzione, indica ad esempio che nei paesi OCSE vi sono spazi per migliorare l'efficienza nell'ambito dei settori istruzione e sanità¹⁰⁾. In particolare, gli studi empirici condotti su un campione di paesi OCSE rivelano che alcuni di essi (come Portogallo, Germania e Italia) sono relativamente inefficienti, mentre altri (quali Repubblica Ceca, Finlandia, Australia e Regno Unito) mostrano una maggiore efficienza in termini relativi.

La disponibilità di dati omogenei sulle articolazioni di secondo livello della classificazione Cofog può rivelarsi utile nell'analisi della divisione protezione sociale (che rappresenta la compo-

nente più ampia della spesa pubblica complessiva)¹¹⁾, in particolare per valutare questioni quali la sperequazione nella distribuzione del reddito e le sue interconnessioni con la crescita economica¹²⁾.

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

10) Cfr.: Afonso, A. e M. St Aubyn (2005), "Non-parametric Approaches to Public Education and Health Efficiency in OECD Countries", *Journal of Applied Economics*, 8 (2), pagg. 227-246; Afonso, A. e M. St Aubyn (2006), "Assessing Education and Health Efficiency in OECD Countries using Alternative Input Measures", in *Public Expenditure*, Banca d'Italia, pagg. 361-388; Sutherland, D., R. Price, I. Joumard e C. Nicq (2007), *Performance indicators for public spending efficiency in primary and secondary education*, Working Paper del Dipartimento economico dell'OCSE, n. 546.

11) Informazioni dettagliate sulle prestazioni sociali nella maggior parte dei paesi in esame sono fornite dal sistema europeo di statistiche integrate sulla protezione sociale, consultabile nel sito Internet di Eurostat. Questi dati, tuttavia, sono disponibili con minore tempestività rispetto a quelli Cofog.

12) Cfr. Barro, R. (2000), "Inequality and Growth in a Panel of Countries", *Journal of Economic Growth*, 5 (1), pagg. 5-32.

La letteratura individua altresì differenze considerevoli fra i paesi industrializzati per quanto riguarda la performance del settore pubblico nel suo insieme¹³⁾. Una serie di indicatori evidenzia che, in larga misura, non vi è correlazione fra una migliore performance del settore pubblico e più elevati livelli di spesa, segnalando per quest'ultima la presenza di rendimenti marginali decrescenti e suggerendo che è possibile ottenere risultati positivi per obiettivi-chiave con una spesa inferiore rispetto a quella attualmente erogata in numerosi paesi. I governi dovrebbero inoltre promuovere un riorientamento della spesa verso attività maggiormente produttive e di stimolo alla crescita, incrementare il peso attribuito all'accumulazione di capitale, sia fisico sia umano, e sostenere la ricerca, lo sviluppo e l'innovazione. È chiaro che il conseguimento di risultati positivi dipende da una combinazione di spesa corrente e accumulazione di capitale e che la composizione appropriata della spesa pubblica, sia sul piano economico sia su quello funzionale, deve ritenersi specifica di ciascun paese.

Per analizzare l'efficienza e l'efficacia della spesa pubblica è quindi indispensabile disporre di dati relativi a tutti i livelli della classificazione Cofog. Nell'ambito dell'UE, il lavoro svolto sotto la direzione del Comitato di politica economica in collaborazione con Eurostat ha contribuito notevolmente al miglioramento di questi dati e alla comprensione della loro rilevanza a fini di politica economica. Ulteriori progressi in questo campo potranno contribuire all'ormai improcrastinabile obiettivo di migliorare l'efficienza e l'efficacia delle politiche di spesa.

5 CONCLUSIONI

Data la scarsità delle risorse pubbliche, è fondamentale porre in essere piani di spesa efficienti ed efficaci, in grado di migliorare le prospettive di crescita di lungo periodo e assicurare al con-

tempo la sostenibilità delle finanze pubbliche. Una maggiore efficienza dovrebbe contribuire a ridurre la spesa complessiva, rafforzandone allo stesso tempo gli effetti di stimolo su produttività e crescita. Inoltre, considerate le notevoli differenze nel livello e nell'evoluzione della spesa pubblica tra i paesi dell'UE, un confronto fra le rispettive performance può rivelarsi utile, a condizione che si adottino le necessarie cautele relative alla misurazione e alla confrontabilità dei dati. Potenziare l'efficienza e l'efficacia della spesa pubblica contribuirà a trovare una sintesi tra la rigorosa disciplina di bilancio richiesta dal Patto di stabilità e crescita e gli obiettivi di riforma strutturale della strategia di Lisbona.

La qualità della spesa delle amministrazioni pubbliche rappresenta un tema centrale del dibattito sulle politiche economiche in Europa e l'analisi delle strategie ottimali per un suo miglioramento dipende in modo fondamentale dalla disponibilità di dati Cofog dettagliati. Questi dati sono attualmente disponibili per numerosi Stati membri dell'UE, ma non per tutti. L'obbligo di trasmettere a cadenza regolare le serie relative ad alcune funzioni di primo livello Cofog (non tutte), insieme a una disaggregazione per gruppi, potrebbe accrescere significativamente la rilevanza di queste informazioni a fini di politica economica, senza peraltro un indebito aggravio dell'onere di rilevazione per le amministrazioni e le agenzie nazionali competenti. In particolare, ai fini dell'analisi della spesa pubblica sarebbe utile disporre di dati più dettagliati per le divisioni Cofog relative alla sanità, alla protezione sociale e all'istruzione, che nel 2006 hanno rappresentato circa il 65 per cento della spesa pubblica complessiva nell'area dell'euro.

13) Cfr.: Afonso, A., L. Schuknecht e V. Tanzi (2005), "Public Sector Efficiency: An International Comparison", *Public Choice*, 123 (3), pagg. 321-347; Afonso, A., L. Schuknecht e V. Tanzi (2006), *Public Sector Efficiency: Evidence for New EU Member States and Emerging Markets*, Working Paper della BCE n. 581.

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 interesse¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ^{2),3)}	M3 ^{2),3)} media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche ²⁾	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM ²⁾	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	19,1	4,64	3,69
2008 2° trim.	2,3	10,0	10,1	-	10,5	17,3	4,86	4,73
3° trim.	0,6	9,1	9,0	-	9,1	18,6	4,98	4,34
4° trim.	2,7	8,9	8,1	-	7,3	20,4	4,24	3,69
2009 1° trim.	.	.	.	-	.	.	2,01	3,77
2008 ott.	3,7	9,3	8,7	8,3	7,8	18,1	5,11	4,25
nov.	2,2	8,8	7,7	8,0	7,1	20,5	4,24	3,77
dic.	3,3	8,2	7,6	7,1	5,7	24,5	3,29	3,69
2009 gen.	5,1	7,5	6,0	6,5	5,0	25,5	2,46	4,02
feb.	6,3	7,0	5,9	.	4,2	.	1,94	3,85
mar.	.	.	.	.	.	.	1,64	3,77

2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro⁵⁾

	IAPC ¹⁾	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	2,7	2,7	2,7	3,9	84,1	1,8	7,5
2008	3,3	5,9	3,5	0,8	-1,8	81,9	0,8	7,5
2008 3° trim.	3,8	8,2	4,2	0,6	-1,5	82,2	0,6	7,6
4° trim.	2,3	3,3	3,8	-1,3	-9,0	78,3	0,0	8,0
2009 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.
2008 ott.	3,2	6,0	-	-	-5,9	81,5	-	7,8
nov.	2,1	2,9	-	-	-9,1	-	-	8,0
dic.	1,6	1,2	-	-	-12,4	-	-	8,1
2009 gen.	1,1	-0,6	-	-	-17,4	75,0	-	8,3
feb.	1,2	.	-	-	.	.	-	8,5
mar.	0,6	.	-	-	.	.	-	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-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	45,7	52,8	-88,5	135,6	347,4	107,9	109,0	1,3705
2008	-53,6	-4,2	-281,4	409,2	383,9	113,0	113,6	1,4708
2008 2° trim.	-24,3	6,3	-51,5	42,9	353,9	116,0	116,6	1,5622
3° trim.	-12,5	-8,0	-42,4	110,5	370,9	114,1	114,3	1,5050
4° trim.	-14,4	-1,2	-82,1	182,2	383,9	109,1	109,6	1,3180
2009 1° trim.	.	.	.	.	.	111,9	112,3	1,3029
2008 ott.	-4,8	2,6	-13,8	120,5	368,0	107,9	108,3	1,3322
nov.	-11,2	-4,4	-52,4	50,5	393,4	107,1	107,6	1,2732
dic.	1,6	0,6	-15,9	11,1	383,9	112,4	112,9	1,3449
2009 gen.	-17,7	-9,1	-19,5	-3,3	409,9	111,9	112,3	1,3239
feb.	.	.	.	.	419,7	110,4	110,8	1,2785
mar.	.	.	.	.	.	113,3	113,6	1,3050

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.

- I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 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.
- 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.
- Basati sulle curve dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA. Cfr. la Tavola 4.7 per i dettagli.
- Salvo diversa indicazione, i dati si riferiscono agli Euro 16.
- 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

	6 marzo 2009	13 marzo 2009	20 marzo 2009	27 marzo 2009
Oro e crediti in oro	217.743	217.638	217.625	217.543
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	156.800	155.272	154.347	152.358
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	135.981	144.063	143.600	140.844
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	21.000	20.336	17.427	16.987
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	696.826	680.795	680.099	661.908
Operazioni di rifinanziamento principali	244.147	227.701	226.066	229.980
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	452.198	452.765	452.766	430.745
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	478	322	1.193	1.134
Crediti connessi a scarti di garanzia	3	7	75	49
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	29.134	28.796	29.508	32.042
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	286.182	288.238	289.545	290.571
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	37.425	37.425	37.425	37.423
Altre attività	259.729	256.870	252.972	253.407
Attività totali	1.840.819	1.829.433	1.822.548	1.803.083

2. Passività

	6 marzo 2009	13 marzo 2009	20 marzo 2009	27 marzo 2009
Banconote in circolazione	746.035	746.337	745.802	745.756
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	315.618	306.641	293.029	263.829
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	179.448	244.244	228.572	218.543
Depositi overnight	135.612	61.841	63.915	45.106
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	558	556	542	180
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	300	300	349	231
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	130.426	132.708	145.248	155.551
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	204.741	211.501	208.006	207.197
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	-249	176	2.613	2.616
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	10.057	10.312	8.917	8.530
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.446	5.446	5.446	5.446
Altre passività	180.115	167.457	164.581	165.099
Rivalutazioni	176.589	176.589	176.589	176.589
Capitale e riserve	71.742	71.967	71.967	72.240
Passività totali	1.840.819	1.829.433	1.822.548	1.803.083

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

	Con effetto dal ¹⁾	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
				Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile	Variazione	Livello	Variazione
		Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Livello	Livello			
		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	...
	11 mar.	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
	8 apr.	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25

Fonte: BCE.

- Dal 1° gennaio 1999 al 9 marzo 2004 la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema e alle operazioni di rifinanziamento marginale. Per le operazioni di rifinanziamento principali, le variazioni del tasso hanno effetto dalla prima operazione successiva alla data indicata. La variazione decisa il 18 settembre 2001 ha avuto effetto dallo stesso giorno. Dal 10 marzo 2004 in poi, se non diversamente indicato, la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema, alle operazioni di rifinanziamento marginale e alle operazioni di rifinanziamento principali (le variazioni avranno effetto dalla operazione di rifinanziamento principale che segue la discussione del Consiglio Direttivo).
- Il 22 dicembre 1998 la BCE ha fissato a 50 punti base l'ampiezza del corridoio tra il tasso di interesse sui depositi overnight presso il SEBC e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale per il periodo 4-21 gennaio 1999. Tale provvedimento, a carattere eccezionale, mirava ad agevolare la transizione al nuovo regime da parte degli operatori di mercato.
- L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.
- 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 termine ^{3), 4)}

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
				Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁵⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Operazioni di rifinanziamento principali								
2008 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
11	197.727	511	197.727	2,00	-	-	-	7
18	215.285	527	215.285	2,00	-	-	-	7
25	237.801	504	237.801	2,00	-	-	-	7
4 mar.	244.147	481	244.147	2,00	-	-	-	7
11	227.701	503	227.701	1,50	-	-	-	7
18	226.066	537	226.066	1,50	-	-	-	7
25	229.979	538	229.979	1,50	-	-	-	7
1 apr.	238.071	522	238.071	1,50	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine								
2008 18 dic.	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
11 feb.	104.731	93	104.731	2,00	-	-	-	28
12	18.479	39	18.479	2,00	-	-	-	91
12	10.721	39	10.721	2,00	-	-	-	182
26	21.641	57	21.641	2,00	-	-	-	91
11 mar.	120.189	97	120.189	1,50	-	-	-	28
12	10.811	60	10.811	1,50	-	-	-	182
12	30.229	71	30.229	1,50	-	-	-	91
26	28.774	87	28.774	1,50	-	-	-	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 ⁵⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008 15 set.	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
10 feb.	Raccolta di depositi a tempo determinato	130.435	119	129.135	-	-	2,00	1,80	1,36	1
10 mar.	Raccolta di depositi a tempo determinato	111.502	119	110.832	-	-	2,00	1,80	1,52	1

Fonte: BCE.

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

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

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

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Periodo ¹⁾	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1	
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9	
2008 1° trim	17.703,3	9.551,7	840,2	2.126,0	1.558,4	3.627,1	
2° trim	17.971,8	9.775,4	916,3	2.172,4	1.439,4	3.668,1	
3° trim	18.231,2	9.968,9	917,1	2.186,7	1.457,1	3.701,5	
2008 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	
dic. ²⁾	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7	
2009 gen.	18.512,4	10.186,3	881,8	2.424,3	1.315,3	3.704,7	

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 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	222,1	1,0	0,0	2,00
10 mar.	217,6	218,6	1,0	0,0	2,00
7 apr.	220,8	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità						Fattori di assorbimento di liquidità				Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità	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 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
10 feb.	547,4	224,9	551,4	2,1	0,0	175,4	6,1	740,2	102,7	79,3	222,1	1.137,7
10 mar.	512,7	224,3	472,4	1,6	0,0	95,5	4,0	741,5	110,1	41,4	218,6	1.055,5

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 3° trim.	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
2008 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.	2.983,0	1.809,4	18,6	0,6	1.790,1	350,8	307,9	2,4	40,4	-	14,4	479,8	15,7	313,0
2009 gen.	2.830,1	1.606,0	18,6	0,7	1.586,8	362,5	314,6	2,5	45,4	-	14,2	523,7	16,0	307,7
feb. ^(p)	2.771,4	1.537,1	18,6	0,7	1.517,8	366,5	318,3	2,7	45,6	-	13,6	530,5	15,9	307,9
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	16.904,0	956,0	10.159,1	5.788,9	3.881,5	1.194,3	950,5	1.736,6	93,5	1.296,2	4.873,3	206,0	2.192,4
2008 3° trim.	31.535,5	18.146,6	980,7	10.820,4	6.345,6	4.192,7	1.192,5	1.098,9	1.901,3	101,8	1.318,3	5.118,5	203,5	2.454,1
2008 ott.	32.450,9	18.443,9	980,6	10.876,7	6.586,6	4.253,2	1.185,1	1.133,8	1.934,4	95,5	1.264,6	5.294,7	204,4	2.894,6
nov.	32.423,9	18.285,0	978,3	10.885,4	6.421,3	4.365,1	1.226,8	1.167,3	1.971,0	96,6	1.243,6	5.161,9	205,3	3.066,4
dic.	31.834,9	18.017,7	970,2	10.779,0	6.268,4	4.621,7	1.242,2	1.392,8	1.986,8	98,4	1.200,2	4.754,5	213,0	2.929,5
2009 gen.	32.265,2	18.175,7	986,2	10.863,8	6.325,6	4.749,7	1.307,9	1.394,2	2.047,6	101,4	1.206,2	4.874,1	211,9	2.946,3
feb. ^(p)	32.232,0	18.045,2	983,5	10.838,8	6.222,8	4.831,3	1.341,5	1.416,2	2.073,6	102,6	1.191,4	4.782,5	216,3	3.062,7

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 3° trim.	2.473,4	705,4	932,3	51,3	17,7	863,3	-	0,1	264,4	288,1	283,1
2008 ott.	2.781,3	749,1	1.026,0	78,9	29,8	917,3	-	0,1	262,0	411,9	332,1
nov.	2.803,0	752,9	1.079,9	107,7	27,6	944,6	-	0,1	283,5	380,6	306,0
dic.	2.983,0	784,8	1.217,5	68,8	16,6	1.132,1	-	0,1	275,7	383,3	323,4
2009 gen.	2.830,1	761,9	1.093,1	102,5	19,1	971,6	-	0,1	309,0	329,1	343,3
feb. ^(p)	2.771,4	762,6	1.075,8	110,9	22,3	942,6	-	0,1	313,8	301,5	317,7
IFM escluso l'Eurosistema											
2006	25.950,2	-	13.257,2	124,2	7.890,6	5.242,4	698,3	4.247,6	1.449,7	3.991,1	2.306,2
2007	29.446,8	-	15.082,4	127,1	8.865,9	6.089,4	754,1	4.645,2	1.678,9	4.533,2	2.753,0
2008 3° trim.	31.535,5	-	16.216,3	140,2	9.324,5	6.751,6	833,2	4.865,3	1.751,0	4.886,0	2.983,6
2008 ott.	32.450,9	-	16.815,9	179,6	9.416,3	7.221,5	825,6	4.881,9	1.743,5	4.875,9	3.306,6
nov.	32.423,9	-	16.688,3	221,2	9.440,4	7.026,9	836,6	4.898,7	1.753,0	4.781,6	3.465,6
dic.	31.834,9	-	16.741,9	193,0	9.681,3	6.867,7	825,4	4.831,1	1.766,8	4.393,2	3.276,5
2009 gen.	32.265,2	-	16.796,9	221,4	9.738,9	6.836,3	859,8	4.903,2	1.787,1	4.677,8	3.240,4
feb. ^(p)	32.232,0	-	16.688,6	231,1	9.742,8	6.714,7	880,3	4.955,3	1.795,4	4.569,1	3.343,3

Fonte: BCE.

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

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

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2006	19.723,8	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,4	1.464,0	648,4	811,2	4.680,4	187,3	1.941,4
2007	22.331,2	11.133,5	973,8	10.159,7	2.371,9	1.419,4	952,5	884,3	5.247,0	221,1	2.473,5
2008 3° trim.	23.792,8	11.820,2	999,2	10.821,0	2.531,3	1.430,0	1.101,3	876,4	5.600,9	219,5	2.744,7
2008 ott.	24.471,6	11.876,4	999,1	10.877,3	2.563,7	1.427,6	1.136,2	837,1	5.773,4	220,4	3.200,6
nov.	24.605,5	11.882,8	996,8	10.886,1	2.646,4	1.476,7	1.169,7	826,7	5.658,9	221,4	3.369,2
dic.	24.145,3	11.768,5	988,9	10.779,6	2.945,3	1.550,1	1.395,2	787,9	5.234,3	228,6	3.180,8
2009 gen.	24.509,5	11.869,3	1.004,8	10.864,5	3.019,2	1.622,5	1.396,7	791,0	5.397,8	227,8	3.204,4
feb. ^(p)	24.568,9	11.841,6	1.002,1	10.839,5	3.078,6	1.659,7	1.418,9	780,7	5.313,1	232,2	3.322,7
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	1.015,9	-9,8	1.025,7	230,3	-46,6	277,0	60,1	792,9	-0,5	495,4
2008	1.621,0	596,5	12,3	584,2	358,2	60,6	297,6	-64,5	-65,8	-1,0	797,5
2008 3° trim.	273,9	148,1	4,7	143,4	-15,9	-34,4	18,4	23,3	74,3	2,2	42,0
4° trim.	226,9	-49,2	-9,8	-39,3	199,3	55,1	144,3	-74,8	-329,4	2,1	478,8
2008 ott.	406,5	16,4	-0,9	17,3	26,6	-6,5	33,1	-33,1	-55,0	1,0	450,6
nov.	173,1	16,0	-2,2	18,1	78,1	42,2	35,9	-6,8	-82,3	0,9	167,2
dic.	-352,7	-81,5	-6,8	-74,7	94,7	19,4	75,3	-34,9	-192,0	0,1	-139,0
2009 gen.	69,3	37,2	14,4	22,8	54,6	58,2	-3,6	11,1	-33,7	-2,4	2,4
feb. ^(p)	26,6	-26,6	-2,6	-24,0	57,6	37,6	20,0	-5,4	-115,6	4,4	112,2

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 3° trim.	23.792,8	657,1	191,5	9.342,1	731,1	2.925,0	1.558,7	5.174,1	3.266,7	-53,9
2008 ott.	24.471,6	698,8	258,4	9.446,1	729,8	2.908,7	1.564,2	5.287,8	3.638,7	-61,3
nov.	24.605,5	703,7	328,9	9.468,0	739,7	2.888,8	1.605,5	5.162,3	3.771,6	-63,1
dic.	24.145,3	723,1	261,8	9.697,9	726,6	2.804,0	1.614,0	4.776,5	3.599,9	-58,7
2009 gen.	24.509,5	712,3	323,8	9.757,9	758,1	2.810,3	1.660,3	5.006,9	3.583,7	-104,2
feb. ^(p)	24.568,9	714,7	341,9	9.765,2	777,4	2.836,2	1.684,9	4.870,5	3.661,0	-83,3
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	1.621,0	83,5	108,1	596,9	30,1	-73,5	143,1	52,4	698,1	-17,9
2008 3° trim.	273,9	5,1	-19,9	73,2	-4,2	14,7	71,7	53,1	117,5	-37,3
4° trim.	226,9	66,0	70,3	198,5	-10,1	-125,7	42,5	-401,9	394,2	-6,9
2008 ott.	406,5	41,7	67,0	70,7	-1,3	-72,9	14,1	-97,6	461,4	-76,6
nov.	173,1	4,8	70,4	30,2	10,1	-14,2	24,0	-97,9	133,8	11,9
dic.	-352,7	19,4	-67,1	97,5	-18,9	-38,6	4,4	-206,4	-201,0	57,8
2009 gen.	69,3	-12,2	59,1	-8,2	32,6	-28,3	25,7	84,8	10,8	-95,0
feb. ^(p)	26,6	2,4	18,1	7,8	19,5	26,8	19,4	-148,9	65,3	16,3

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⁾			
	1	2	3	4	5				6	7	8		Credito ad altri residenti nell'area dell'euro		12
													9	10		11
Consistenze															
2006	3.685,4	2.954,2	6.639,6	1.101,5	7.741,1	-	5.434,1	2.321,3	10.644,4	9.171,5	-	634,3			
2007	3.832,7	3.507,2	7.339,9	1.310,5	8.650,4	-	5.977,8	2.417,2	12.027,2	10.175,6	-	627,5			
2008 3° trim.	3.879,1	3.976,9	7.856,0	1.371,7	9.227,6	-	6.133,6	2.443,0	12.825,3	10.819,1	-	423,2			
2008 ott.	4.002,2	4.010,4	8.012,5	1.360,8	9.373,4	-	6.134,9	2.435,4	12.870,6	10.886,4	-	466,8			
nov.	3.960,8	4.054,3	8.015,1	1.350,8	9.365,9	-	6.170,8	2.471,2	12.885,4	10.879,4	-	471,5			
dic.	3.978,3	4.027,7	8.006,0	1.384,6	9.390,6	-	6.262,7	2.565,3	12.994,2	10.797,9	-	438,4			
2009 gen.	4.096,1	3.973,3	8.069,4	1.314,8	9.384,2	-	6.434,5	2.628,3	13.073,9	10.869,3	-	387,7			
feb. ^(p)	4.138,0	3.952,6	8.090,5	1.336,7	9.427,2	-	6.494,1	2.662,3	13.075,2	10.858,5	-	437,6			
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	1.031,0	1.132,1	13,5			
2008	127,4	479,7	607,1	50,9	657,9	-	120,9	73,7	818,3	586,4	757,3	-117,3			
2008 3° trim.	26,8	136,6	163,4	17,5	180,9	-	84,3	0,4	251,6	170,5	179,3	26,2			
4° trim.	96,6	48,0	144,6	12,3	156,8	-	-44,6	56,4	35,2	-19,1	70,5	56,7			
2008 ott.	111,8	17,1	128,9	-7,8	121,2	-	-55,5	-12,6	10,8	28,3	42,3	27,3			
nov.	-41,0	46,7	5,7	-9,3	-3,6	-	28,9	29,1	30,1	2,4	30,3	9,2			
dic.	25,8	-15,8	10,0	29,3	39,3	-	-18,1	39,9	-5,7	-49,8	-2,0	20,2			
2009 gen. ^(p)	79,3	-79,1	0,2	-64,4	-64,2	-	104,5	47,3	20,5	9,4	17,6	-102,3			
feb. ^(p)	41,8	-19,8	21,9	23,6	45,6	-	53,3	34,5	5,1	-9,8	-2,2	31,5			
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 set.	1,2	17,7	8,9	7,4	8,7	8,7	5,2	1,0	10,1	8,5	9,6	-195,4			
2008 ott.	3,7	15,5	9,3	5,2	8,7	8,3	3,3	0,7	8,7	7,8	8,9	-166,1			
nov.	2,2	16,0	8,8	1,8	7,7	8,0	3,6	2,4	8,2	7,1	8,4	-179,7			
dic.	3,3	13,6	8,2	3,8	7,6	7,1	2,0	3,1	6,8	5,7	7,3	-117,3			
2009 gen. ^(p)	5,1	10,1	7,5	-2,2	6,0	6,5	3,0	5,2	6,1	5,0	6,7	-219,3			
feb. ^(p)	6,3	7,7	7,0	0,0	5,9	.	4,2	6,9	5,4	4,2	5,9	-168,7			

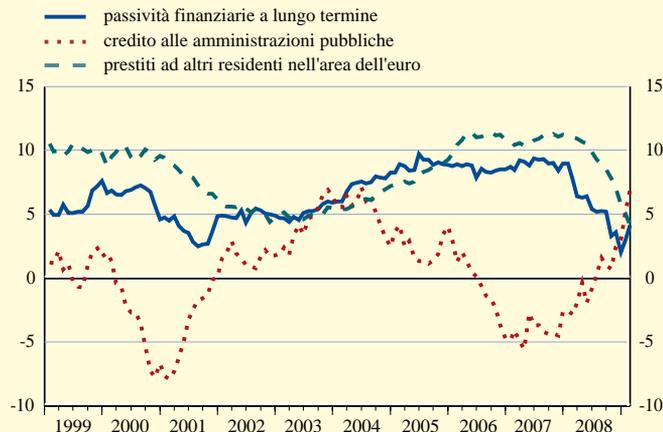
F1 Aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

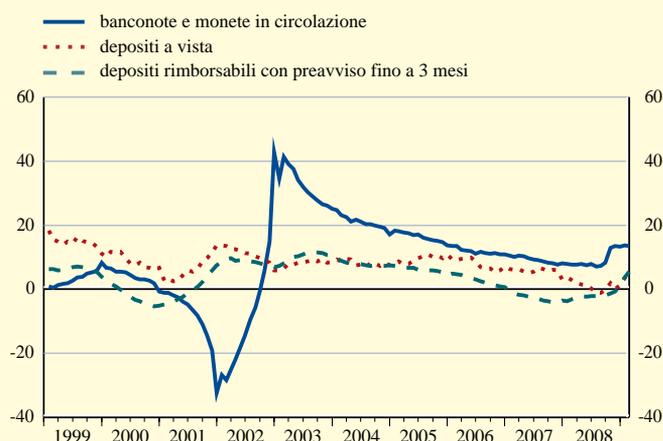
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

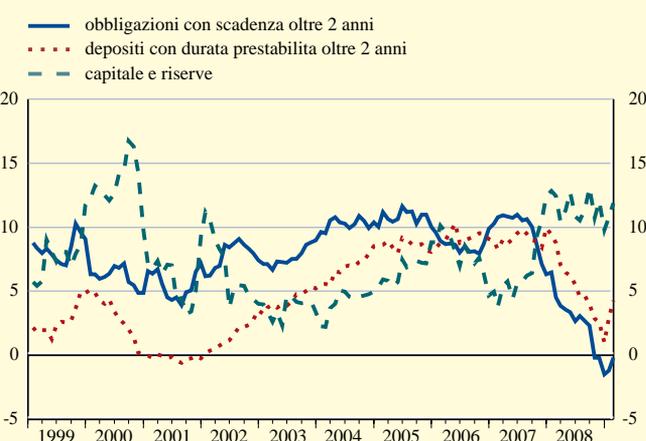
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi 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 3° trim.	662,9	3.216,2	2.455,0	1.521,9	344,5	736,3	290,9	2.630,0	114,2	1.836,4	1.553,0
2008 ott.	698,4	3.303,8	2.485,7	1.524,7	346,1	734,1	280,6	2.619,6	116,3	1.835,0	1.564,0
2008 nov.	704,1	3.256,7	2.522,3	1.532,0	329,9	741,8	279,1	2.607,7	118,8	1.830,8	1.613,4
2008 dic.	710,7	3.267,6	2.470,6	1.557,1	355,6	756,8	272,2	2.542,6	121,7	1.988,5	1.609,9
2009 gen.	716,9	3.379,2	2.377,3	1.596,0	327,2	766,4	221,2	2.612,6	124,5	2.036,6	1.660,8
2009 feb. ^(p)	721,0	3.417,0	2.331,3	1.621,2	330,9	782,2	223,5	2.623,8	123,8	2.059,9	1.686,6
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	83,8	43,5	464,4	15,3	49,5	33,6	-32,2	-40,4	0,7	17,9	142,7
2008 3° trim.	13,3	13,5	152,3	-15,6	3,6	6,0	7,9	19,2	-2,7	-0,7	68,6
2008 4° trim.	47,8	48,8	12,9	35,1	12,7	14,6	-15,1	-95,3	7,5	-0,9	44,0
2008 ott.	35,5	76,3	14,7	2,4	1,3	-2,2	-6,8	-70,4	2,1	-6,7	19,5
2008 nov.	5,7	-46,6	39,3	7,4	-14,5	7,9	-2,6	-5,0	2,5	-0,7	32,0
2008 dic.	6,6	19,1	-41,1	25,3	26,0	8,9	-5,7	-20,0	2,9	6,5	-7,5
2009 gen.	4,8	74,5	-117,5	38,4	-28,7	10,7	-46,5	30,6	2,0	41,6	30,3
2009 feb. ^(p)	4,1	37,7	-45,1	25,3	3,8	16,0	3,9	10,5	-0,7	23,0	20,6
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 set.	8,2	-0,2	34,4	-2,0	16,5	4,1	5,7	2,3	-5,7	4,0	13,1
2008 ott.	13,0	1,9	29,3	-1,3	19,5	2,1	-2,0	-0,2	-4,4	2,8	10,7
2008 nov.	13,5	0,1	29,3	-0,7	11,6	1,7	-7,5	-0,2	-2,2	2,6	12,1
2008 dic.	13,4	1,4	23,3	1,0	16,0	4,8	-10,6	-1,5	0,6	1,0	9,8
2009 gen.	13,7	3,5	14,9	3,7	7,1	2,6	-24,0	-1,2	0,7	2,9	10,8
2009 feb. ^(p)	13,5	4,9	9,4	5,4	5,9	3,5	-16,7	-0,2	1,4	4,2	11,9

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)

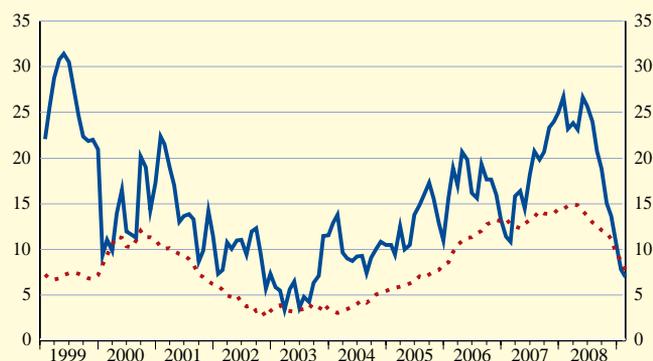
1. Prestiti agli intermediari finanziari alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione	Altri intermediari finanziari ³⁾	Società non finanziarie			Famiglie ⁴⁾				
	Totale	Totale	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	4.380,3	1.279,3	857,9	2.243,1	4.801,0	615,5	3.432,7	752,9
2008 3° trim.	100,5	1.010,9	4.771,4	1.376,6	954,8	2.439,9	4.936,3	636,1	3.532,6	767,6
2008 ott.	102,2	1.019,1	4.827,6	1.390,5	965,3	2.471,7	4.937,6	635,5	3.533,3	768,8
2008 nov.	99,0	1.011,7	4.847,2	1.383,1	978,2	2.485,9	4.921,5	632,7	3.520,1	768,8
2008 dic.	104,0	985,9	4.820,1	1.381,7	960,3	2.478,1	4.887,8	629,6	3.488,2	770,0
2009 gen.	96,2	987,8	4.879,3	1.393,6	977,8	2.507,9	4.906,0	638,1	3.497,2	770,6
2009 feb. ^(p)	96,5	979,9	4.874,8	1.373,3	981,1	2.520,4	4.907,3	639,9	3.498,4	769,0
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	554,4	145,9	155,1	253,5	280,6	31,1	228,6	20,9
2008	-4,4	94,5	416,9	89,0	121,3	206,7	79,3	10,2	51,9	17,2
2008 3° trim.	-1,1	7,1	112,3	26,7	28,7	56,9	52,1	3,9	44,3	3,9
2008 4° trim.	3,4	-23,9	45,5	-5,0	23,5	27,1	-44,1	-7,0	-40,1	2,9
2008 ott.	1,3	-4,1	35,1	6,3	6,1	22,7	-3,9	-0,9	-3,2	0,2
2008 nov.	-3,1	-4,9	24,1	-5,6	14,3	15,3	-13,6	-2,3	-12,2	0,9
2008 dic.	5,2	-14,8	-13,7	-5,7	3,0	-10,9	-26,6	-3,7	-24,7	1,9
2009 gen.	-8,0	-11,0	30,4	1,7	9,5	19,2	-2,1	-0,5	-1,1	-0,5
2009 feb. ^(p)	0,3	-9,1	-3,6	-19,4	3,2	12,7	2,7	2,2	1,4	-0,9
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	14,4	12,8	21,9	12,7	6,2	5,3	7,1	2,8
2008 set.	-9,3	18,7	12,1	9,8	17,6	11,4	3,9	4,4	4,1	2,4
2008 ott.	-9,4	14,8	11,9	10,1	16,2	11,2	3,3	3,5	3,5	2,3
2008 nov.	-6,6	13,6	11,1	8,5	16,1	10,8	2,5	2,8	2,6	1,9
2008 dic.	-4,1	10,7	9,5	6,9	14,1	9,2	1,6	1,7	1,5	2,3
2009 gen.	-5,0	7,9	8,8	6,1	13,2	8,7	1,2	1,2	1,0	2,0
2009 feb. ^(p)	-8,4	7,2	7,6	3,3	12,1	8,4	0,7	1,0	0,5	1,5

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)

— altri intermediari finanziari
 - - - società non finanziarie



F6 Prestiti alle famiglie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)

— credito al consumo
 - - - mutui per l'acquisto di abitazioni
 - - - altri prestiti



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	4.388,0	1.276,5	858,9	2.252,6
2008 3° trim.	100,8	77,0	6,4	17,5	1.017,7	620,7	170,0	227,0	4.761,9	1.372,3	953,4	2.436,3
2008 nov. dic.	101,0 91,6	77,2 68,1	5,6 5,2	18,2 18,2	1.013,7 963,7	616,0 557,9	173,3 169,1	224,4 236,7	4.842,8 4.828,8	1.382,5 1.378,3	977,3 961,8	2.483,0 2.488,8
2009 gen. feb. ^(p)	96,0 93,4	72,3 69,7	6,1 6,0	17,6 17,7	989,0 984,6	570,6 562,5	178,5 179,7	240,0 242,3	4.877,5 4.863,9	1.388,9 1.365,3	977,6 979,4	2.511,0 2.519,3
Transazioni												
2007	14,0	15,8	-5,2	3,4	175,4	113,5	34,5	27,4	555,6	144,9	155,7	255,0
2008 3° trim. 4° trim.	-3,0 -9,4	-2,5 -9,0	-1,3 -1,1	0,9 0,7	12,1 -53,0	-10,6 -61,2	8,5 -0,2	14,2 8,4	84,4 63,8	3,9 -4,0	27,6 26,4	53,0 41,4
2008 ott. nov. dic.	2,9 -3,1 -9,2	3,6 -3,7 -8,9	-0,6 -0,1 -0,4	-0,1 0,8 0,1	-14,1 0,2 -39,1	-4,9 -5,9 -50,4	-2,9 4,6 -1,9	-6,3 1,5 13,2	33,0 31,4 -0,5	2,4 2,2 -8,5	8,2 12,8 5,4	22,4 16,4 2,6
2009 gen. feb. ^(p)	4,2 -2,5	4,0 -2,6	0,8 0,0	-0,6 0,0	12,4 -5,7	5,6 -8,7	8,7 1,2	-1,9 1,9	19,8 -12,6	0,4 -22,7	7,9 1,6	11,6 8,4
Variazioni percentuali												
2007 dic.	16,8	28,5	-41,0	23,2	25,0	27,0	29,9	16,5	14,4	12,7	22,0	12,7
2008 set.	-9,0	-12,3	-26,0	18,4	18,8	15,5	24,4	24,4	12,1	9,8	17,6	11,4
2008 ott. nov. dic.	-9,3 -6,6 -4,1	-10,8 -7,9 -3,8	-31,6 -32,3 -30,5	9,4 11,7 6,0	15,0 13,7 10,5	15,5 13,3 5,4	13,4 14,7 14,4	15,0 13,9 21,7	11,9 11,1 9,5	10,1 8,5 6,9	16,3 16,1 14,1	11,2 10,8 9,2
2009 gen. feb. ^(p)	-5,0 -8,5	-5,1 -9,7	-25,1 -24,0	5,4 4,5	7,8 7,0	0,5 -1,3	20,2 19,5	19,6 21,6	8,8 7,6	6,0 3,2	13,2 12,1	8,8 8,4

3. Prestiti alle famiglie ⁴⁾

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2007	4.808,1	617,8	137,6	203,7	276,5	3.436,9	15,9	73,8	3.347,2	753,4	147,5	104,0	501,9
2008 3° trim.	4.940,0	637,5	139,4	201,1	297,0	3.535,1	16,9	71,8	3.446,5	767,4	149,6	100,1	517,7
2008 nov. dic.	4.927,9 4.894,9	633,2 632,0	136,2 137,2	198,9 197,2	298,2 297,5	3.524,0 3.492,3	16,9 17,0	70,3 68,3	3.436,8 3.407,0	770,7 770,6	151,6 155,4	98,1 90,8	520,9 524,4
2009 gen. feb. ^(p)	4.901,4 4.896,9	636,4 634,2	135,4 134,4	203,7 202,7	297,3 297,2	3.496,2 3.495,4	17,0 17,1	66,6 66,2	3.412,6 3.412,1	768,8 767,3	152,7 150,4	90,0 89,4	526,1 527,5
Transazioni													
2007	280,6	31,2	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. 4° trim.	49,8 -40,8	2,1 -6,0	-0,3 -1,9	-2,5 -4,4	4,9 0,2	48,2 -38,4	1,0 0,2	-0,9 -1,5	48,1 -37,1	-0,5 3,6	-3,2 1,1	-2,1 -1,7	4,8 4,2
2008 ott. nov. dic.	-4,5 -10,4 -25,9	0,0 -4,1 -2,0	-0,3 -2,7 1,1	-1,0 -1,0 -2,3	1,4 -0,4 -0,8	-3,6 -10,4 -24,5	0,1 -0,1 0,1	-0,7 -0,8 0,0	-3,0 -9,5 -24,6	-0,9 4,1 0,5	-2,4 3,9 -0,3	-0,3 -1,1 -0,2	1,8 1,4 1,0
2009 gen. feb. ^(p)	-13,6 -3,1	-4,6 -1,7	-2,1 -0,9	-1,4 -0,9	-1,0 0,1	-6,3 -0,6	0,0 0,0	-1,8 -0,4	-4,4 -0,2	-2,8 -0,9	-3,1 -2,2	-0,9 -0,5	1,1 1,8
Variazioni percentuali													
2007 dic.	6,2	5,3	2,7	0,5	10,7	7,1	6,1	3,2	7,2	2,8	1,2	4,4	3,0
2008 set.	3,9	4,4	4,1	-1,4	8,9	4,1	4,8	-1,3	4,2	2,4	2,2	-2,3	3,5
2008 ott. nov. dic.	3,3 2,5 1,6	3,5 2,8 1,7	2,4 2,7 -0,4	-2,3 -3,2 -3,8	8,3 7,4 6,7	3,5 2,6 1,5	5,9 5,7 5,9	-2,7 -3,8 -4,1	3,6 2,7 1,6	2,3 2,0 2,3	1,2 0,6 1,9	-2,9 -4,4 -4,9	3,7 3,7 3,9
2009 gen. feb. ^(p)	1,2 0,7	1,2 1,0	-1,0 -0,9	-4,1 -3,7	6,0 5,3	1,0 0,5	6,7 7,3	-6,3 -6,6	1,1 0,6	2,0 1,5	1,1 0,5	-5,6 -7,0	3,9 3,5

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 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)

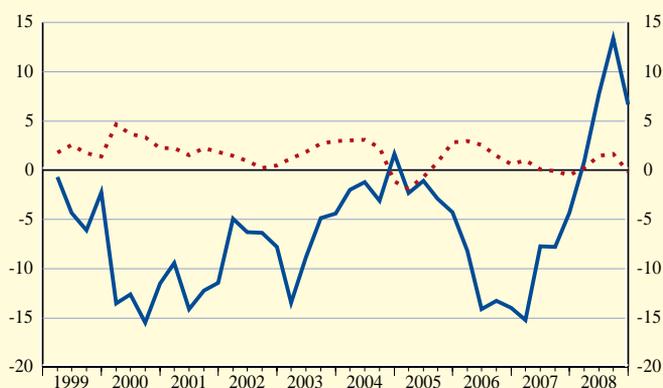
4. Prestiti alle Amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro

	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										
2006	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2.924,3	2.061,0	863,4	63,2	800,2
2007	956,0	213,4	217,6	495,6	29,4	3.295,3	2.337,9	957,4	59,8	897,5
2008 1° trim.	957,8	210,6	212,8	497,2	37,2	3.413,9	2.395,5	1.018,4	61,5	956,9
2° trim.	975,6	221,0	215,1	497,5	42,0	3.310,8	2.299,2	1.011,5	63,0	948,5
3° trim.	980,7	225,9	210,0	499,5	45,4	3.519,1	2.452,3	1.066,8	61,9	1.004,9
4° trim. ^(p)	970,2	229,0	210,1	491,3	39,8	3.241,6	2.271,0	970,7	59,7	911,0
Transazioni										
2006	-13,4	-17,6	-14,3	21,9	-3,4	532,5	402,9	129,5	-0,1	129,6
2007	-7,9	-4,5	-13,0	6,1	3,5	542,1	382,1	160,1	0,3	159,8
2008 ^(p)	13,1	14,4	-8,1	-3,5	10,4	-45,0	-73,4	28,3	0,1	28,2
2007 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.	4,7	4,6	-5,2	2,0	3,4	94,3	77,1	17,2	-3,2	20,4
4° trim. ^(p)	-10,0	2,9	-0,2	-7,0	-5,6	-255,0	-178,0	-77,1	-1,1	-75,9
Variazioni percentuali										
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.	3,4	13,4	-1,9	2,8	9,7	8,2	5,5	15,0	1,8	15,9
dic. ^(p)	1,4	6,7	-3,7	-0,7	35,3	-1,3	-3,1	3,0	0,1	3,2

F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)

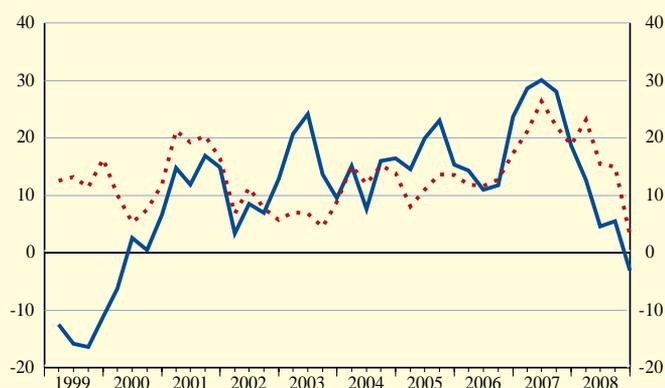
— amministrazioni centrali
 altre amministrazioni pubbliche



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)

— banche non residenti
 operatori non bancari non residenti



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)

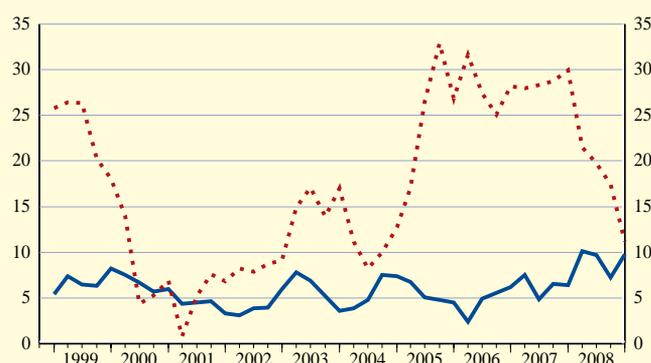
1. Depositi degli intermediari finanziari

	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	688,2	71,1	68,9	525,4	0,8	1,1	20,9	1.472,7	312,3	348,0	652,8	12,2	0,3	147,1
2008 3° trim.	727,9	75,5	90,3	538,9	1,2	1,6	20,4	1.641,3	322,6	445,5	673,9	11,7	0,1	187,5
2008 ott.	736,0	83,6	90,4	538,2	1,2	1,5	21,1	1.674,4	336,3	445,2	684,2	12,2	0,1	196,4
2008 nov.	738,1	85,0	95,0	535,9	1,1	1,5	19,7	1.654,9	319,8	443,7	685,6	12,0	0,1	193,7
2008 dic.	757,8	83,9	111,8	536,4	1,1	1,5	23,1	1.802,4	320,6	420,1	852,3	12,3	0,1	197,0
2009 gen.	762,3	99,8	97,7	541,8	1,2	1,5	20,2	1.809,3	341,1	365,2	885,1	12,9	0,1	205,0
2009 feb. ^(p)	756,0	92,6	96,8	542,3	1,4	1,5	21,4	1.827,9	341,6	359,6	898,7	14,2	0,1	213,8
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	41,8	0,8	11,8	33,7	-0,2	-0,3	-4,1	341,1	32,7	98,9	183,7	1,7	0,1	24,1
2008	67,6	12,3	41,2	12,1	-0,3	0,1	2,2	164,8	4,4	68,8	41,3	-0,3	-0,3	51,0
2008 3° trim.	8,4	1,7	6,0	0,3	-0,2	0,0	0,5	28,3	-16,5	53,8	-12,4	-0,6	-0,1	4,1
2008 4° trim.	31,7	8,3	21,4	-0,6	-0,1	-0,1	2,7	5,1	-2,7	-25,6	21,8	0,5	0,0	11,1
2008 ott.	6,8	7,6	-0,7	-0,6	0,0	0,0	0,6	18,5	9,1	-4,9	5,4	0,3	0,0	8,6
2008 nov.	4,0	1,4	4,8	-0,6	-0,1	0,0	-1,3	-16,1	-16,2	-1,0	2,3	-0,2	0,0	-1,0
2008 dic.	20,8	-0,7	17,4	0,6	0,0	0,0	3,4	2,7	4,3	-19,7	14,1	0,5	0,0	3,5
2009 gen.	2,6	15,3	-15,2	5,3	0,1	0,0	-2,9	-1,6	17,4	-56,7	29,3	0,5	0,0	7,8
2009 feb. ^(p)	-6,4	-7,3	-1,0	0,5	0,2	0,0	1,2	17,4	-0,1	-5,7	13,1	1,2	0,0	8,8
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	20,6	6,8	-22,5	-	-16,3	30,0	11,5	39,5	39,1	16,0	-	19,0
2008 set.	7,2	10,8	40,2	3,2	-20,1	-	-3,1	17,4	-3,2	44,6	16,0	-11,6	-	16,1
2008 ott.	5,2	12,3	18,2	2,7	-20,0	-	-3,7	15,3	1,9	28,5	13,0	-5,8	-	25,2
2008 nov.	6,2	21,7	20,3	2,3	-29,7	-	0,3	12,6	-7,9	33,2	12,1	-2,1	-	17,1
2008 dic.	9,8	17,2	58,2	2,3	-23,3	-	10,6	11,2	1,4	20,0	6,3	-2,3	-	34,6
2009 gen.	6,4	18,1	26,0	3,0	-17,4	-	-20,1	9,2	1,1	6,6	10,0	-2,1	-	25,3
2009 feb. ^(p)	6,8	25,9	25,2	2,6	-11,5	-	-13,4	10,1	5,7	-1,9	13,0	15,4	-	29,4

F9 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



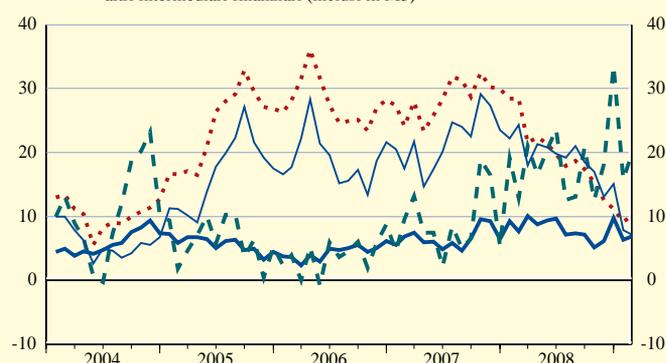
Fonte: BCE.

- 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)

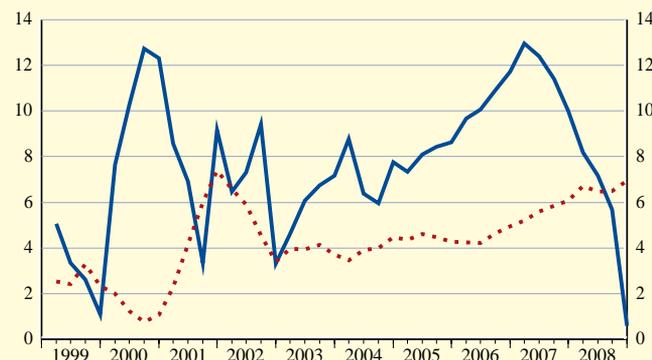
2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	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	1.470,4	882,1	474,6	59,4	29,2	1,4	23,7	4.988,8	1.777,7	994,4	560,9	1.457,6	111,1	87,1
2008 3° trim.	1.498,1	873,6	508,4	64,1	25,6	1,4	25,1	5.197,3	1.750,0	1.271,1	523,8	1.441,3	103,1	108,0
2008 ott.	1.500,5	860,8	518,4	65,9	24,9	1,4	29,0	5.252,6	1.758,5	1.332,3	515,4	1.439,3	106,1	101,1
2008 nov.	1.498,1	870,8	509,5	65,5	26,0	1,3	25,0	5.290,2	1.778,1	1.352,6	511,6	1.443,0	109,8	95,1
2008 dic.	1.498,7	882,4	498,9	64,4	27,9	1,3	23,7	5.369,2	1.814,4	1.351,8	520,3	1.485,3	113,7	83,7
2009 gen.	1.481,5	877,1	479,1	67,0	32,0	1,3	25,0	5.434,2	1.858,2	1.337,5	521,4	1.526,1	114,5	76,6
2009 feb. ⁴⁾	1.463,6	861,1	474,6	68,7	35,2	1,3	22,7	5.443,8	1.882,9	1.310,9	521,4	1.544,3	114,4	69,9
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	134,4	31,8	123,3	-8,1	-11,0	-0,7	-1,1	280,7	21,7	321,8	-45,5	-45,6	11,2	17,1
2008	8,8	-5,2	14,4	3,2	-3,3	-0,3	-0,1	348,4	29,5	336,3	-40,0	24,2	1,8	-3,4
2008 3° trim.	4,4	2,7	1,0	0,8	-2,2	-0,1	2,1	33,8	-34,4	89,3	-8,7	-19,2	-2,6	9,5
2008 4° trim.	-1,3	7,9	-10,7	0,6	2,3	-0,1	-1,4	168,3	63,8	77,7	-3,4	43,9	10,6	-24,4
2008 ott.	-6,9	-17,3	5,7	1,3	-0,6	0,0	3,9	47,5	7,0	55,2	-8,4	-2,3	2,9	-7,0
2008 nov.	-1,8	10,1	-8,6	-0,3	1,0	0,0	-4,0	37,4	19,6	20,1	-3,8	3,8	3,7	-6,0
2008 dic.	7,4	15,1	-7,7	-0,5	1,8	0,0	-1,3	83,3	37,2	2,4	8,8	42,4	3,9	-11,4
2009 gen.	-33,7	-15,2	-26,2	2,3	4,2	0,0	1,3	24,6	21,9	-28,9	-1,5	40,4	0,0	-7,1
2009 feb. ⁴⁾	-17,1	-15,4	-4,3	1,8	3,2	0,0	-2,3	10,6	24,8	-25,7	0,1	18,2	-0,1	-6,7
Variazioni percentuali														
2006 dic.	11,7	11,2	18,4	5,7	-9,4	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,6
2007 dic.	10,0	3,7	34,8	-11,9	-26,9	-31,6	-4,3	6,1	1,2	47,8	-7,5	-3,5	11,2	24,4
2008 set.	5,7	3,0	14,4	-2,6	-22,8	-17,3	2,9	6,5	-0,6	40,8	-7,0	-1,3	-5,1	28,6
2008 ott.	4,4	1,8	10,5	-0,1	-19,6	-12,6	19,6	7,4	1,2	40,5	-7,8	-0,5	-3,4	17,1
2008 nov.	3,0	1,3	7,9	3,4	-22,3	-15,4	3,2	7,7	2,1	38,7	-7,9	0,3	-0,9	8,9
2008 dic.	0,6	-0,6	3,1	5,4	-10,7	-15,8	-0,2	6,9	1,7	33,2	-7,1	1,7	1,6	-3,9
2009 gen.	2,1	2,8	-0,6	9,2	7,3	-17,2	12,3	6,9	4,1	24,7	-6,7	4,3	1,6	-16,5
2009 feb. ⁴⁾	-0,2	1,8	-6,0	11,3	21,2	-11,1	-2,7	6,9	6,4	19,4	-5,8	5,6	2,2	-27,2

F11 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

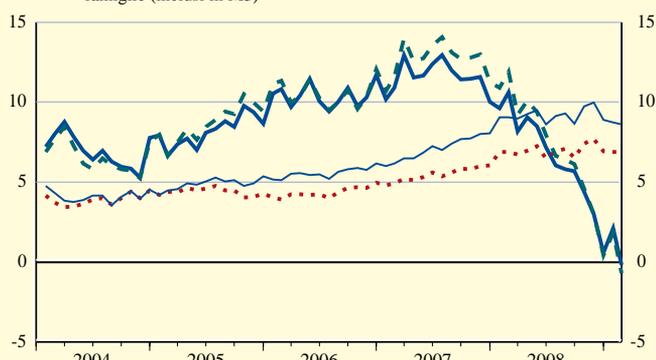
— società non finanziarie (totale)
 famiglie (totale)



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)}

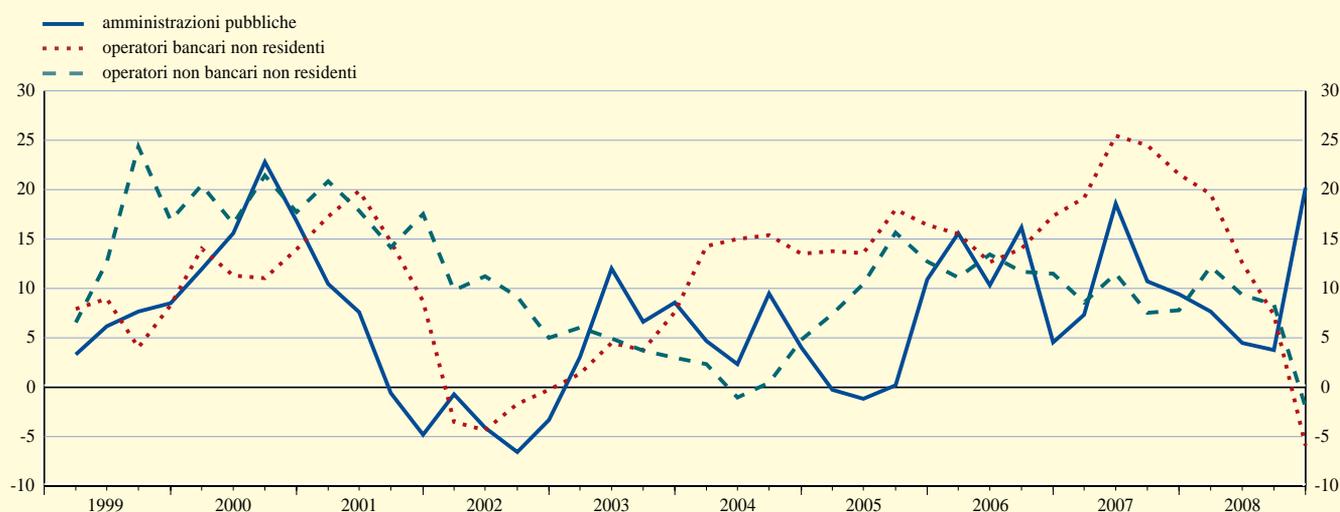
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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										
2006	329,0	124,2	45,4	90,8	68,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007	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.	410,6	156,2	56,4	112,0	86,0	4.019,9	3.036,7	983,2	129,3	853,9
3° trim.	400,2	140,2	61,7	112,8	85,5	4.140,1	3.132,8	1.007,3	141,9	865,4
4° trim. ^(p)	446,2	193,0	52,3	115,4	85,6	3.702,4	2.802,1	900,3	67,6	832,7
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
2008 ^(p)	75,4	65,5	-6,5	9,4	7,0	-194,8	-174,9	-19,9	-36,2	16,4
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.	34,7	16,3	6,8	4,4	7,2	-17,5	-37,0	19,5	-1,8	21,3
3° trim.	-10,7	-16,0	5,2	0,7	-0,6	-20,5	-21,7	1,1	8,8	-7,6
4° trim. ^(p)	48,5	52,8	-9,2	3,6	1,3	-436,0	-336,6	-99,4	-34,7	-64,6
Variazioni percentuali										
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.	4,5	-12,0	28,9	10,0	21,0	11,8	12,6	9,4	-0,2	11,0
set.	3,8	-6,7	2,9	8,4	19,1	7,6	7,3	8,4	-1,3	10,2
dic. ^(p)	20,2	51,5	-11,0	8,8	8,7	-5,0	-5,9	-2,0	-25,2	2,3

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.

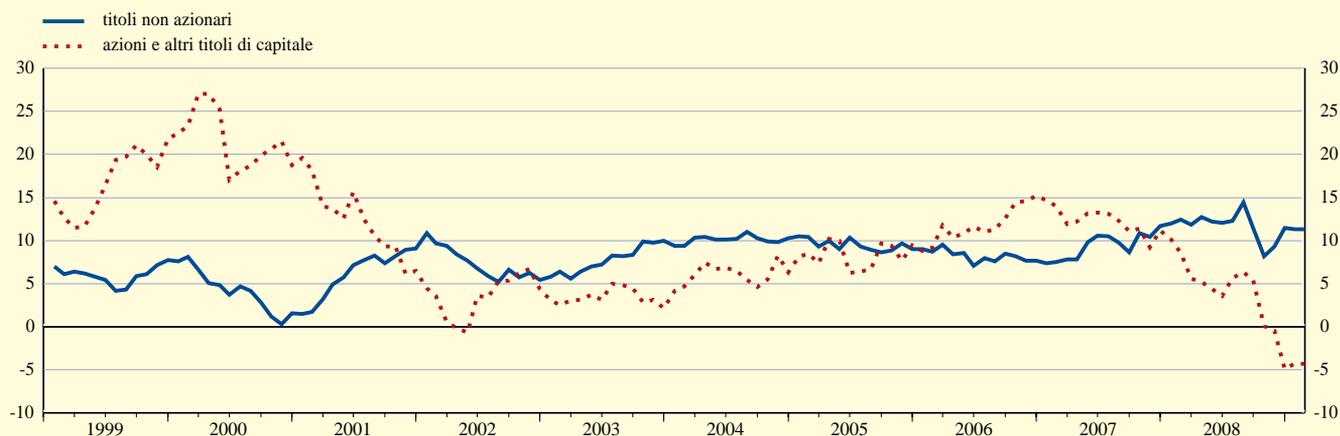
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

(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	5.114,5	1.652,6	84,0	1.177,7	16,6	917,2	33,4	1.233,1	1.639,9	424,8	871,4	343,7
2008 3° trim.	5.500,2	1.799,3	102,0	1.176,9	15,6	1.049,4	49,5	1.307,5	1.608,3	452,2	866,2	290,0
2008 ott.	5.564,0	1.825,1	109,3	1.165,8	19,3	1.080,7	53,1	1.310,7	1.551,5	436,9	827,7	286,9
2008 nov.	5.666,4	1.866,9	104,1	1.208,6	18,2	1.115,0	52,3	1.301,3	1.530,5	426,5	817,0	286,9
2008 dic.	5.852,8	1.890,7	96,1	1.223,1	19,1	1.334,0	58,8	1.231,1	1.480,3	422,2	778,0	280,1
2009 gen. ^(p)	6.027,8	1.943,0	104,6	1.284,5	23,4	1.338,6	55,6	1.278,1	1.490,9	424,9	781,3	284,7
2009 feb. ^(p)	6.118,3	1.966,5	107,0	1.320,5	20,9	1.359,3	56,9	1.287,1	1.467,4	419,8	771,6	276,0
Transazioni												
2006	337,4	122,8	10,6	-122,7	0,5	100,6	6,5	219,0	193,3	58,6	96,2	38,5
2007	542,1	136,3	18,2	-86,5	1,5	268,0	9,5	195,0	164,5	52,0	60,0	52,5
2008	587,7	223,5	9,6	39,4	1,7	273,6	23,6	16,4	-77,9	30,3	-64,9	-43,3
2008 3° trim.	-41,5	4,6	-2,9	-33,3	-0,8	19,3	-0,8	-27,6	27,8	0,7	23,5	3,6
2008 4° trim.	211,9	91,0	-4,5	40,5	3,1	137,5	6,8	-62,5	-94,5	-11,7	-75,3	-7,5
2008 ott.	-7,4	26,6	-1,4	-11,9	1,8	34,6	-1,5	-55,5	-48,5	-14,1	-33,1	-1,4
2008 nov.	112,7	43,3	-3,7	37,8	-1,1	36,2	-0,4	0,5	-8,3	-3,1	-7,1	1,9
2008 dic.	106,5	21,0	0,6	14,7	2,4	66,7	8,6	-7,4	-37,6	5,5	-35,0	-8,1
2009 gen. ^(p)	110,0	49,7	1,5	54,3	2,3	3,9	-7,4	5,7	24,9	6,2	11,0	7,7
2009 feb. ^(p)	86,8	23,2	2,3	37,4	-2,4	19,0	0,8	6,6	-14,8	-2,4	-5,4	-7,0
Variazioni percentuali												
2006 dic.	7,7	8,5	16,5	-8,9	3,0	19,3	25,7	24,2	15,2	18,6	13,6	15,2
2007 dic.	11,7	8,7	25,6	-6,8	10,5	43,0	33,4	17,7	11,2	13,9	7,5	17,8
2008 set.	11,4	11,1	24,0	-1,8	6,5	31,2	46,0	10,1	5,5	13,4	7,8	-10,1
2008 ott.	8,2	9,4	16,2	-2,9	17,1	29,4	28,9	1,5	0,0	11,3	-1,5	-10,0
2008 nov.	9,3	11,5	15,1	0,5	10,6	30,7	42,7	-0,9	-0,5	11,3	-2,1	-10,5
2008 dic.	11,4	13,4	12,0	3,3	8,4	29,9	69,9	1,4	-4,9	7,0	-7,6	-13,1
2009 gen. ^(p)	11,3	14,4	5,1	6,5	15,9	29,5	35,1	-1,6	-4,2	6,8	-7,3	-10,4
2009 feb. ^(p)	11,3	13,8	5,9	9,8	18,5	28,3	38,0	-3,0	-4,3	4,1	-5,8	-11,7

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	-4,4	-1,1	-1,5	-1,9	-3,2	0,0	-0,2	-3,0	-6,7	-1,2	-2,3	-3,2
2008 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
4° trim.	-1,5	-0,3	-0,5	-0,7	-1,1	0,0	-0,1	-1,0	-2,1	-0,4	-0,8	-1,0
2008 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.	-0,6	0,0	-0,2	-0,4	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-1,0	-0,4	-0,1	-0,5
2009 gen.	-0,6	-0,2	-0,2	-0,3	-0,6	0,0	0,0	-0,5	-0,9	-0,5	0,0	-0,4
feb. ^(p)	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,4

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	-17,8	-4,0	-9,2	-4,5	-6,6	-3,4	-3,2
2008 3° trim.	-4,0	-0,8	-2,2	-1,0	-1,3	-0,7	-0,5
4° trim.	-5,6	-1,2	-2,8	-1,6	-2,9	-0,8	-2,1
2008 ott.	-1,3	0,0	-0,9	-0,3	-1,0	-0,2	-0,8
nov.	-1,8	-0,3	-1,1	-0,4	-0,6	-0,2	-0,4
dic.	-2,6	-0,9	-0,8	-0,9	-1,3	-0,4	-0,9
2009 gen.	-1,8	-0,8	-0,3	-0,6	-1,3	-0,9	-0,5
feb. ^(p)	-1,4	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,1	-0,3

3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	-8,6	1,2	-0,4	-7,9	-0,2	-0,4	-0,3	-0,7	31,5	7,1	16,3	8,0
2007	-11,8	-2,7	0,0	0,6	-0,2	-2,5	-0,5	-6,5	12,6	3,0	8,8	0,8
2008	-56,1	-9,9	0,0	2,8	0,0	-19,7	1,0	-30,3	-66,9	-17,0	-36,2	-13,8
2008 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
4° trim.	-13,9	-2,4	0,1	5,2	0,1	-10,7	2,2	-8,4	-19,1	-5,4	-11,4	-2,3
2008 ott.	-6,1	-0,9	0,2	0,8	0,2	-3,2	-0,1	-3,1	-8,2	-1,2	-5,3	-1,7
nov.	1,3	0,0	0,0	5,0	0,1	-1,4	0,0	-2,4	-5,7	-1,6	-2,3	-1,8
dic.	-9,1	-1,5	-0,1	-0,6	-0,2	-6,1	2,3	-2,9	-5,2	-2,6	-3,8	1,2
2009 gen.	-10,2	2,1	0,0	-3,0	0,1	-3,6	0,1	-6,1	-14,9	-4,6	-8,2	-2,1
feb. ^(p)	0,1	0,9	-0,1	-1,4	0,0	1,4	0,2	-1,0	-8,7	-2,7	-4,3	-1,7

Fonte: BCE.

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

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

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

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM ^{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														
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	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.	6.751,6	89,4	10,6	6,9	0,4	1,5	1,0	9.464,7	96,2	3,8	2,2	0,5	0,1	0,6
4° trim. ^(p)	6.867,7	89,7	10,3	7,2	0,4	1,2	0,8	9.874,2	96,8	3,2	1,9	0,4	0,1	0,4
Non residenti dell'area dell'euro														
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	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.	3.132,8	45,6	54,4	35,3	3,2	2,7	9,9	1.007,3	52,5	47,5	30,3	1,3	1,5	10,3
4° trim. ^(p)	2.802,1	47,9	52,1	34,3	2,8	2,6	9,6	900,3	54,7	45,3	28,9	1,4	2,0	9,4

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
2006	4.485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5
2007	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.	5.183,3	81,8	18,2	8,9	1,9	1,8	3,3
4° trim. ^(p)	5.096,7	83,1	16,9	8,6	2,0	1,9	2,6

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														
2006	4.933,5	-	-	-	-	-	9.970,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
2007	5.788,9	-	-	-	-	-	11.115,1	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6	
2008 1° trim.	5.836,3	-	-	-	-	-	11.414,1	96,1	3,9	1,8	0,2	1,0	0,6	
2° trim.	6.001,5	-	-	-	-	-	11.636,4	96,0	4,0	1,9	0,2	1,0	0,6	
3° trim.	6.345,6	-	-	-	-	-	11.801,1	95,8	4,2	2,1	0,2	1,0	0,5	
4° trim. ^(p)	6.268,1	-	-	-	-	-	11.749,2	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,4	
Non residenti nell'area dell'euro														
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	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.	2.452,3	42,5	57,5	33,3	2,9	2,6	12,4	1.066,8	41,4	58,6	40,5	1,5	3,9	8,0
4° trim. ^(p)	2.271,0	45,8	54,2	32,3	2,5	2,6	11,2	970,7	40,8	59,2	41,6	1,8	4,1	7,2

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														
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	1.736,6	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.144,8	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	2.220,8	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	2.299,5	97,3	2,7	1,8	0,3	0,1	0,5
3° trim.	1.901,3	94,6	5,4	2,9	0,4	0,3	1,5	2.291,5	97,2	2,8	1,9	0,3	0,1	0,4
4° trim. ^(p)	1.986,8	95,2	4,8	2,6	0,4	0,2	1,3	2.635,0	97,0	3,0	2,0	0,3	0,1	0,4
Emessi da non residenti nell'area dell'euro														
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	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.	644,4	51,0	49,0	30,8	0,8	0,5	14,2	663,1	37,1	62,9	38,2	6,4	0,9	10,5
4° trim. ^(p)	578,5	53,3	46,7	29,0	0,8	0,5	13,6	652,6	38,9	61,1	39,3	5,9	0,9	9,4

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	-1,1	-0,1	0,5	-0,1	0,2	0,3	0,6	0,6
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	174,5	180,8	173,8	177,3	166,4	166,6	170,1	163,6
Trasferimenti in conto capitale	29,9	24,4	22,5	23,8	23,8	23,4	23,6	23,9
Imposte in conto capitale	144,7	156,4	151,2	153,6	142,5	143,2	146,4	139,7
Altri trasferimenti in conto capitale	60,5	11,2	-0,3	51,3	43,1	23,8	-4,7	-36,4
<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

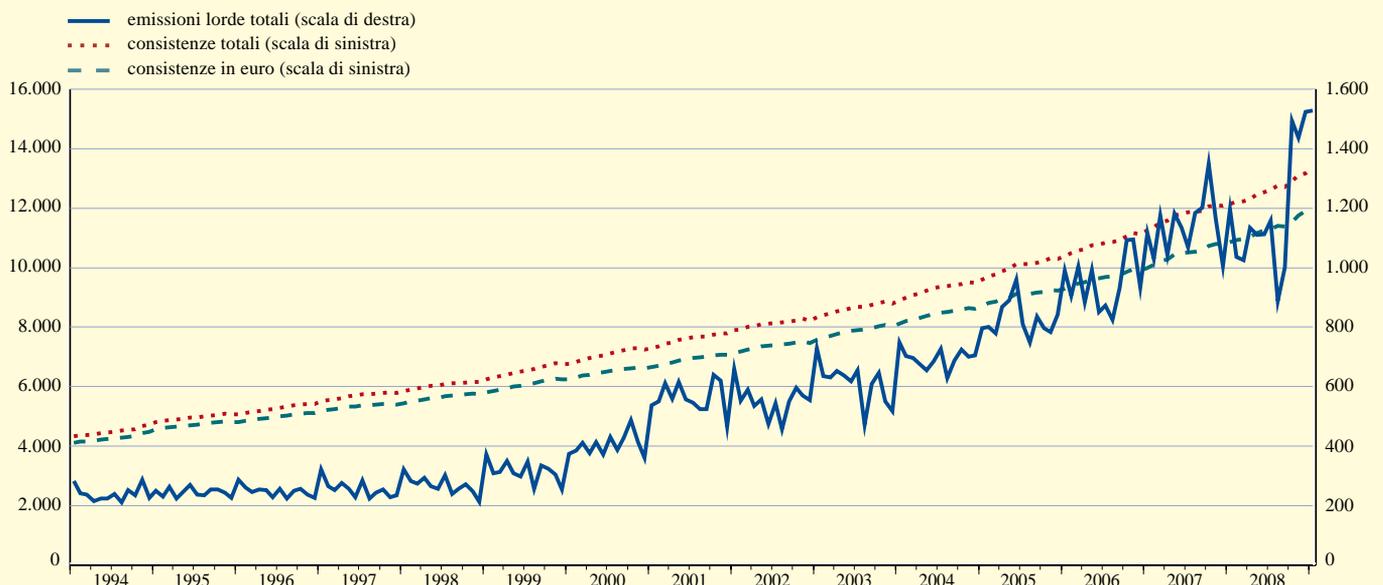
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(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											
2008 gen.	12.942,0	1.201,3	36,6	10.852,8	1.131,7	57,4	12.152,2	1.197,4	67,0	8,5	28,3	7,5
feb.	13.024,2	1.027,0	82,6	10.924,9	968,4	72,6	12.209,3	1.036,6	76,0	8,0	45,4	6,9
mar.	13.129,6	1.073,2	104,4	10.971,4	968,7	45,3	12.229,4	1.024,4	43,5	7,1	19,8	6,1
apr.	13.179,5	1.160,4	49,9	11.036,7	1.068,8	65,2	12.307,9	1.133,4	77,0	7,1	57,8	5,0
mag.	13.358,5	1.126,5	177,9	11.176,2	1.036,7	138,4	12.471,0	1.110,6	153,2	6,7	98,1	5,8
giu.	13.493,1	1.154,7	135,0	11.249,7	1.039,4	74,0	12.540,8	1.111,9	80,3	6,8	87,1	5,6
lug.	13.505,1	1.137,7	10,6	11.306,7	1.072,1	55,2	12.615,8	1.159,2	74,6	7,1	96,8	6,8
ago.	13.632,0	879,8	124,0	11.415,7	815,2	106,2	12.747,3	888,9	112,0	7,8	163,1	8,7
set.	13.636,1	1.021,9	2,5	11.384,4	930,3	-32,7	12.708,6	1.001,5	-42,0	7,1	-13,2	8,2
ott.	13.733,6	1.454,0	97,4	11.534,8	1.417,0	150,1	12.906,9	1.494,6	144,9	7,0	103,0	8,9
nov.	13.951,6	1.422,1	218,4	11.761,9	1.369,7	227,8	13.099,6	1.437,2	213,4	8,1	199,3	10,5
dic.	14.136,9	1.535,2	188,9	11.914,2	1.447,3	156,2	13.171,4	1.524,7	142,4	9,5	274,1	13,6
2009 gen.	.	.	.	12.054,2	1.448,9	136,6	13.372,7	1.528,0	145,6	10,1	103,4	13,6
	A lungo termine											
2008 gen.	11.649,7	195,2	0,7	9.684,2	166,9	-5,3	10.792,4	190,8	0,0	6,7	14,6	5,1
feb.	11.696,1	182,8	46,8	9.732,7	163,3	48,9	10.830,6	187,8	51,4	6,1	29,0	4,7
mar.	11.731,4	180,1	34,5	9.757,6	145,2	23,9	10.831,7	160,6	21,2	5,3	11,6	4,5
apr.	11.818,3	258,6	86,9	9.820,8	207,5	63,2	10.905,1	225,2	68,3	5,5	64,0	4,4
mag.	11.972,6	290,6	153,6	9.935,3	234,9	113,8	11.030,1	257,4	122,9	5,1	69,2	4,9
giu.	12.086,6	283,6	114,2	10.022,5	230,1	87,5	11.116,6	253,3	94,9	5,2	67,9	4,8
lug.	12.113,0	206,9	24,9	10.054,3	176,8	29,9	11.155,6	195,0	35,5	5,4	60,5	5,7
ago.	12.203,4	159,0	88,3	10.133,4	132,7	77,1	11.255,9	148,1	78,3	6,1	134,3	7,7
set.	12.193,2	183,5	-9,4	10.112,3	145,5	-20,3	11.240,4	158,5	-30,8	5,7	-16,8	7,1
ott.	12.217,1	198,5	24,6	10.147,7	182,3	36,0	11.332,6	194,9	30,3	5,3	22,4	6,3
nov.	12.392,2	275,3	174,2	10.323,1	253,8	174,8	11.487,9	262,4	165,5	6,3	145,5	7,7
dic.	12.570,2	361,0	179,4	10.494,2	327,0	172,7	11.581,1	338,5	151,8	7,3	180,2	9,7
2009 gen.	.	.	.	10.584,1	274,8	89,0	11.715,5	298,3	89,4	8,1	111,7	10,6

F16 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												
2007	12.085	5.061	1.510	654	4.534	327	1.138	841	59	109	116	12
2008	13.171	5.279	1.941	696	4.916	340	1.177	818	74	99	162	24
2008 1° trim.	12.229	5.104	1.524	659	4.625	317	1.086	787	38	92	150	19
2° trim.	12.541	5.244	1.629	670	4.677	320	1.119	786	69	102	140	20
3° trim.	12.709	5.281	1.697	680	4.726	324	1.017	691	54	97	147	27
4° trim.	13.171	5.279	1.941	696	4.916	340	1.486	1.006	136	107	209	28
2008 ott.	12.907	5.321	1.736	687	4.833	330	1.495	1.019	96	112	242	25
nov.	13.100	5.339	1.809	691	4.930	332	1.437	966	125	97	224	25
dic.	13.171	5.279	1.941	696	4.916	340	1.525	1.032	186	111	162	34
2009 gen.	13.373	5.353	1.969	710	5.004	337	1.528	1.017	82	105	269	56
A breve termine												
2007	1.288	788	36	100	345	18	946	755	18	101	64	9
2008	1.590	823	61	115	566	25	962	723	26	92	101	19
2008 1° trim.	1.398	820	49	111	407	11	906	701	21	88	83	14
2° trim.	1.424	835	51	111	415	11	873	666	21	92	77	17
3° trim.	1.468	826	62	111	457	13	849	615	25	92	94	24
4° trim.	1.590	823	61	115	566	25	1.220	911	38	95	152	23
2008 ott.	1.574	827	64	113	554	17	1.300	933	54	105	190	18
nov.	1.612	843	61	115	575	17	1.175	885	35	89	146	20
dic.	1.590	823	61	115	566	25	1.186	916	27	92	120	30
2009 gen.	1.657	863	38	108	630	19	1.230	905	18	82	178	47
A lungo termine²⁾												
2007	10.797	4.273	1.473	553	4.189	309	191	86	41	8	52	3
2008	11.581	4.456	1.880	580	4.350	315	214	94	48	8	60	4
2008 1° trim.	10.832	4.284	1.475	548	4.219	306	180	86	17	4	67	5
2° trim.	11.117	4.409	1.577	559	4.262	309	245	121	48	10	64	3
3° trim.	11.240	4.455	1.635	570	4.270	311	167	76	29	5	53	3
4° trim.	11.581	4.456	1.880	580	4.350	315	265	94	97	11	57	5
2008 ott.	11.333	4.494	1.672	575	4.279	313	195	86	43	7	53	7
nov.	11.488	4.496	1.748	575	4.355	314	262	81	91	8	77	5
dic.	11.581	4.456	1.880	580	4.350	315	338	116	159	19	42	3
2009 gen.	11.716	4.490	1.931	602	4.375	318	298	111	64	23	91	9
Di cui a lungo termine con tasso fisso												
2007	7.338	2.277	594	420	3.797	250	108	44	10	5	45	3
2008	7.615	2.338	636	444	3.947	250	119	48	9	6	53	3
2008 1° trim.	7.317	2.273	587	412	3.798	246	110	43	4	3	56	3
2° trim.	7.484	2.361	605	424	3.846	248	145	66	11	9	56	2
3° trim.	7.542	2.385	619	432	3.859	248	101	42	7	3	47	2
4° trim.	7.615	2.338	636	444	3.947	250	120	42	13	10	53	2
2008 ott.	7.577	2.407	621	437	3.863	249	96	38	2	6	47	4
nov.	7.647	2.398	629	439	3.933	248	131	33	17	8	72	1
dic.	7.615	2.338	636	444	3.947	250	132	54	20	16	40	3
2009 gen.	7.715	2.361	664	466	3.974	251	213	75	27	23	82	6
Di cui a lungo termine con tasso variabile												
2007	3.004	1.621	861	123	342	58	69	31	30	3	4	0
2008	3.477	1.723	1.215	126	349	64	81	36	38	1	4	1
2008 1° trim.	3.043	1.633	866	124	359	60	53	32	12	1	7	2
2° trim.	3.176	1.682	947	125	362	60	88	46	36	1	4	1
3° trim.	3.225	1.697	989	129	348	61	52	24	21	2	4	1
4° trim.	3.477	1.723	1.215	126	349	64	129	39	83	1	3	2
2008 ott.	3.282	1.716	1.023	129	351	63	88	42	39	1	3	3
nov.	3.362	1.726	1.090	128	354	64	116	36	73	1	3	3
dic.	3.477	1.723	1.215	126	349	64	182	41	138	2	2	1
2009 gen.	3.497	1.723	1.240	125	343	66	61	19	36	0	3	3

Fonte: BCE.

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

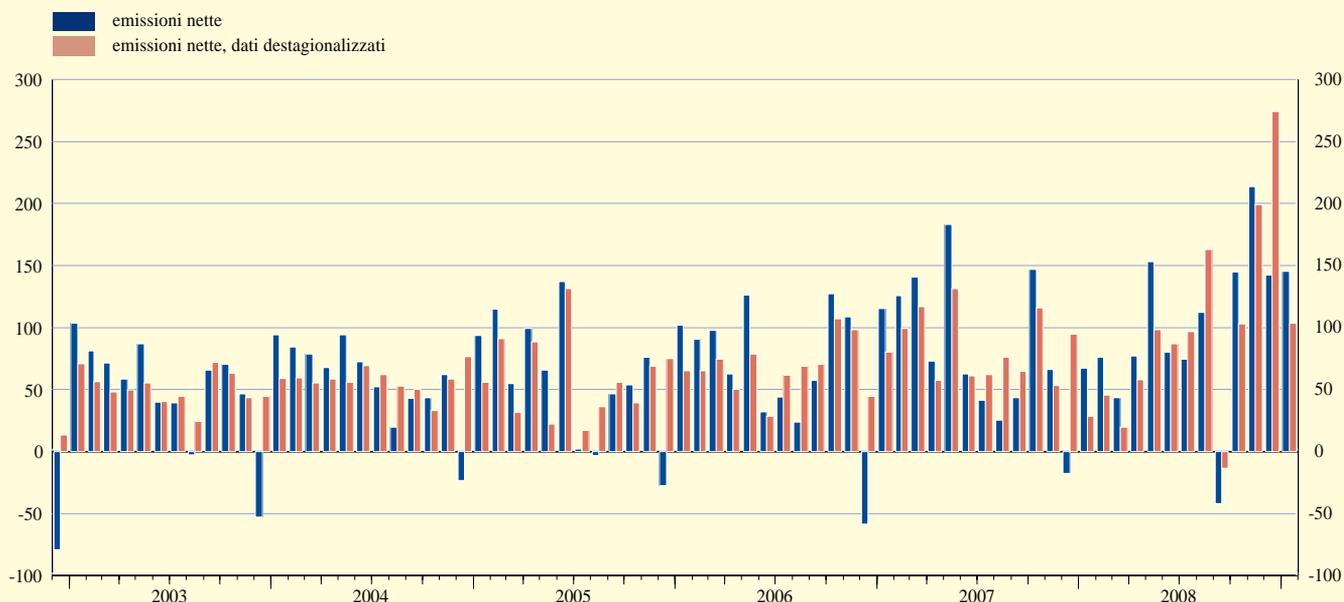
2) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

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											
2007	83,8	40,8	27,8	4,2	9,9	1,2	84,4	41,4	27,3	4,3	10,2	1,2
2008	95,2	23,0	35,9	3,8	31,4	1,1	96,6	23,1	35,2	3,9	33,4	1,1
2008 1° trim.	62,2	23,8	7,0	2,8	31,7	-3,1	31,2	4,6	16,6	2,2	11,2	-3,4
2° trim.	103,5	46,0	34,9	4,8	16,9	0,9	81,0	47,9	30,8	0,7	1,1	0,6
3° trim.	48,2	11,2	19,9	1,8	14,1	1,2	82,2	19,1	33,2	5,1	22,4	2,4
4° trim.	166,9	10,9	82,0	5,8	62,9	5,3	192,1	20,9	60,1	7,6	98,7	4,8
2008 ott.	144,9	13,3	27,0	1,3	97,8	5,6	103,0	-23,5	12,0	-4,0	113,9	4,5
nov.	213,4	35,1	74,6	4,9	97,0	1,9	199,3	41,5	64,9	5,6	88,4	-1,2
dic.	142,4	-15,7	144,5	11,2	-6,1	8,5	274,1	44,6	103,4	21,4	93,7	11,0
2009 gen.	145,6	40,5	18,2	9,1	80,9	-3,2	103,4	9,8	51,5	6,2	40,6	-4,8
	A lungo termine											
2007	62,0	24,0	27,2	2,4	7,8	0,7	61,6	24,1	26,7	2,4	7,8	0,7
2008	65,8	16,0	33,9	2,4	12,9	0,5	65,2	16,1	33,2	2,4	12,9	0,5
2008 1° trim.	24,2	11,8	2,8	-0,8	11,1	-0,7	18,4	2,7	12,3	1,6	2,5	-0,8
2° trim.	95,4	42,4	34,0	4,0	14,1	0,9	67,0	36,1	30,0	0,4	-0,2	0,7
3° trim.	27,7	7,6	16,5	2,4	0,7	0,5	59,3	15,4	29,1	4,0	9,2	1,6
4° trim.	115,8	2,0	82,3	4,3	25,9	1,5	116,0	10,1	61,4	3,7	40,3	0,5
2008 ott.	30,3	2,1	25,1	-0,7	2,0	1,8	22,4	-5,4	7,6	-2,4	21,8	0,8
nov.	165,5	9,0	77,3	2,3	75,5	1,3	145,5	13,4	68,9	1,4	63,4	-1,7
dic.	151,8	-5,2	144,4	11,2	0,1	1,3	180,2	22,4	107,8	12,2	35,5	2,3
2009 gen.	89,4	9,2	41,5	16,7	19,2	2,9	111,7	9,8	73,4	20,6	5,2	2,7

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.

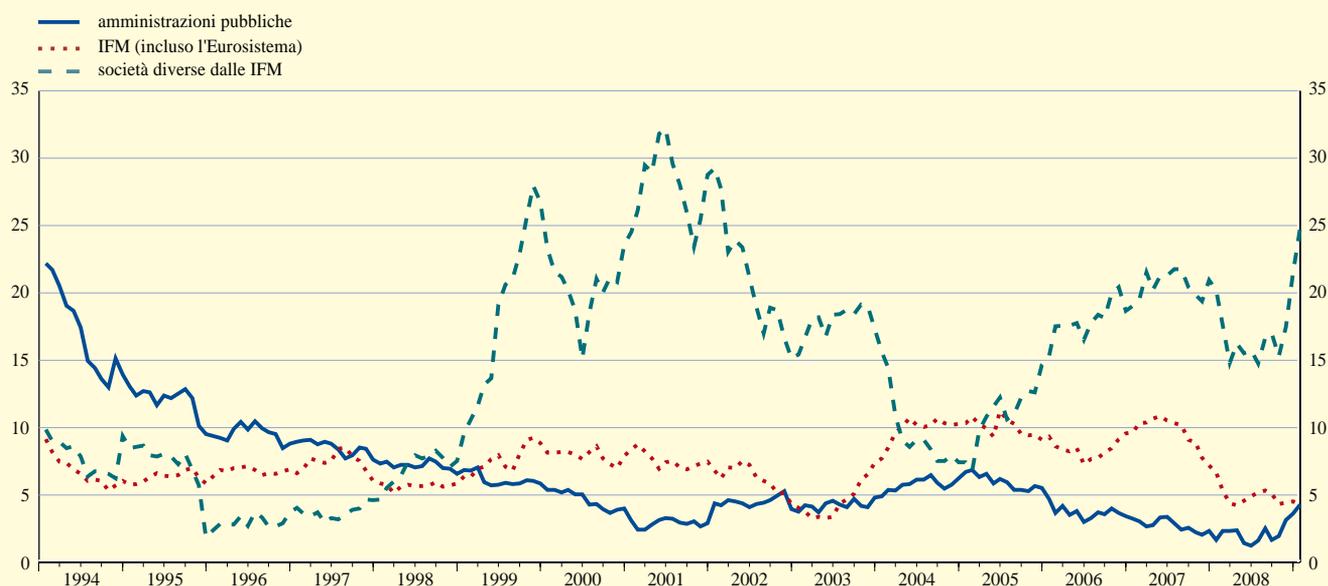
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	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											
2008 gen.	8,5	10,1	26,8	9,4	2,3	3,0	7,5	9,9	23,9	4,2	0,9	4,3
feb.	8,0	8,8	23,9	9,2	3,0	2,1	6,9	7,6	21,9	7,2	2,2	0,4
mar.	7,1	7,9	20,2	7,4	2,8	1,1	6,1	5,8	22,4	6,6	2,1	-1,0
apr.	7,1	7,4	22,2	6,1	3,0	0,3	5,0	4,2	19,0	4,2	2,5	-3,3
mag.	6,7	7,9	21,2	6,2	1,7	1,9	5,8	6,4	19,9	4,1	1,6	-0,9
giu.	6,8	8,3	23,1	3,4	1,4	2,1	5,6	6,3	20,2	2,6	1,6	-5,2
lug.	7,1	8,5	22,0	2,6	2,0	3,3	6,8	7,3	20,2	1,0	3,1	2,2
ago.	7,8	8,3	24,5	4,8	3,0	3,4	8,7	9,1	27,1	2,6	3,7	6,6
set.	7,1	6,9	24,4	5,9	2,6	2,3	8,2	8,0	26,7	5,3	3,1	5,8
ott.	7,0	5,3	21,6	4,2	4,9	2,8	8,9	6,3	24,4	4,1	7,4	9,5
nov.	8,1	5,6	24,6	4,1	6,7	2,8	10,5	4,8	29,5	4,2	11,9	6,7
dic.	9,5	5,5	28,5	7,0	8,3	3,9	13,6	4,6	37,3	11,7	16,3	14,1
2009 gen.	10,1	5,2	30,5	6,7	9,5	5,3	13,6	3,2	41,8	12,7	16,8	8,5
	A lungo termine											
2008 gen.	6,7	6,6	26,5	6,3	1,6	2,2	5,1	4,2	22,6	3,9	1,0	3,1
feb.	6,1	5,3	22,6	6,2	2,4	1,9	4,7	3,0	18,8	4,6	2,3	0,9
mar.	5,3	4,4	19,0	4,8	2,4	0,9	4,5	2,9	19,2	3,9	1,9	0,0
apr.	5,5	4,2	21,1	4,7	2,5	0,4	4,4	2,7	17,7	4,2	2,2	-1,9
mag.	5,1	4,6	19,9	5,1	1,4	1,8	4,9	4,5	18,4	4,3	1,4	0,5
giu.	5,2	4,9	21,5	2,2	1,2	1,9	4,8	5,5	18,4	2,2	0,3	-0,1
lug.	5,4	5,2	20,0	2,1	1,5	3,1	5,7	6,2	17,5	0,3	2,0	3,0
ago.	6,1	5,3	22,3	3,0	2,4	3,5	7,7	7,7	25,8	1,4	2,5	6,2
set.	5,7	5,1	22,2	4,4	1,6	2,2	7,1	7,3	25,4	4,9	1,3	4,6
ott.	5,3	4,3	19,9	3,7	2,0	1,4	6,3	5,9	22,0	3,0	1,8	5,0
nov.	6,3	4,4	23,2	3,1	3,3	1,3	7,7	4,3	28,1	1,9	5,2	2,2
dic.	7,3	4,5	27,6	5,3	3,7	2,0	9,7	3,5	37,4	8,5	7,1	4,1
2009 gen.	8,1	4,3	31,2	7,9	4,3	3,3	10,6	2,4	46,7	16,1	6,7	3,4

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.

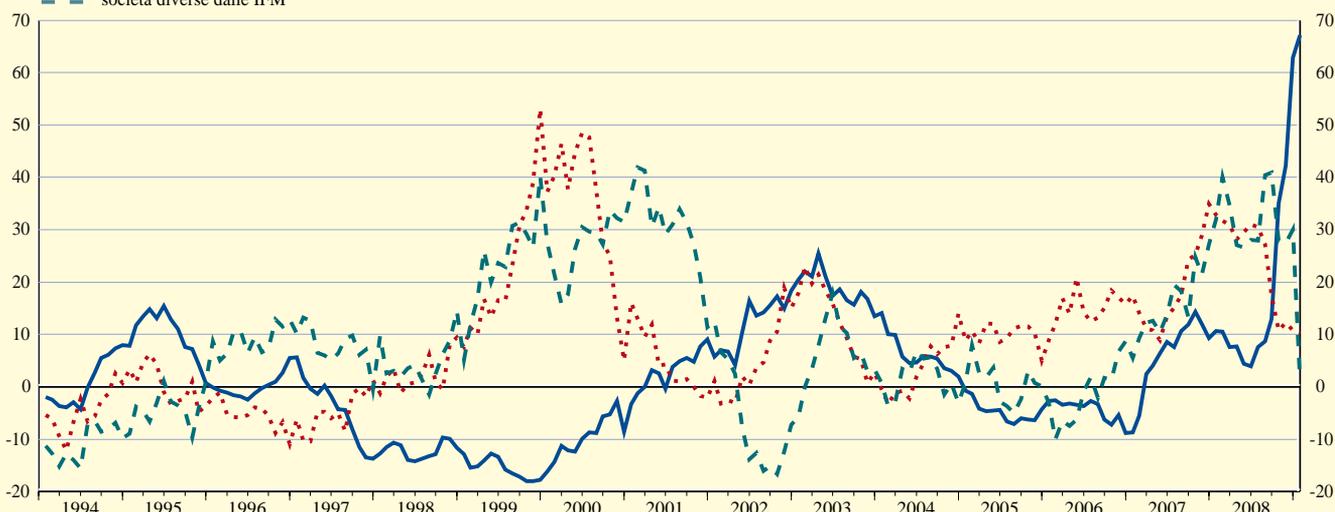
1) Per il calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono stati annualizzati.

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
	Tutte le valute											
2007	5,2	7,2	17,1	3,9	2,5	6,6	15,8	11,1	37,8	18,4	3,8	-1,8
2008	3,1	4,9	5,7	4,1	1,6	1,4	12,9	5,4	34,5	7,2	6,4	3,2
2008 1° trim.	3,3	5,4	8,2	4,7	1,3	3,3	14,1	6,0	37,4	12,9	11,0	-3,2
2° trim.	2,7	4,3	5,0	4,0	1,3	1,4	12,0	5,0	32,3	8,7	7,2	0,4
3° trim.	3,1	5,6	5,0	3,3	1,4	2,0	12,4	5,3	33,3	3,4	6,0	6,0
4° trim.	3,2	4,5	4,9	4,3	2,4	-0,8	13,2	5,6	35,1	4,5	1,8	10,2
2008 ago.	3,4	5,6	4,3	3,5	1,9	2,4	13,7	5,7	35,5	3,8	9,0	7,0
set.	3,1	5,5	5,7	5,0	1,1	0,8	12,3	5,1	34,4	4,7	2,3	7,4
ott.	2,8	4,6	3,5	3,8	1,7	-0,7	11,8	5,3	31,4	5,2	1,3	9,2
nov.	3,3	4,1	4,9	3,2	3,0	-1,7	13,7	5,9	35,8	4,8	2,0	12,1
dic.	4,1	3,9	6,8	6,6	3,8	-0,4	15,6	6,0	41,3	2,0	2,0	10,9
2009 gen.	5,3	4,1	10,9	10,5	5,0	1,2	15,6	5,2	45,1	0,4	-1,9	10,0
	Euro											
2007	4,6	6,4	13,7	2,2	2,7	6,7	15,1	10,3	35,5	18,2	3,9	-2,4
2008	2,9	4,8	6,1	2,0	1,8	1,3	14,4	6,4	36,1	7,3	6,7	2,0
2008 1° trim.	3,0	5,0	6,9	3,2	1,5	3,5	14,6	5,9	37,7	12,1	11,4	-4,0
2° trim.	2,4	4,0	4,4	1,9	1,5	1,4	13,1	5,6	33,5	8,5	7,6	-1,2
3° trim.	3,0	5,5	6,0	0,9	1,6	1,8	14,3	6,7	35,3	4,0	6,4	4,6
4° trim.	3,4	4,7	7,2	2,0	2,6	-1,2	15,5	7,6	37,8	5,2	2,0	9,2
2008 ago.	3,3	5,5	5,9	1,0	2,2	2,1	15,6	7,1	37,7	4,6	9,4	5,6
set.	3,0	5,6	7,4	2,9	1,4	0,4	14,4	6,9	36,7	5,5	2,6	6,3
ott.	2,8	4,7	5,4	1,8	1,9	-1,2	13,9	7,0	33,9	6,1	1,5	8,2
nov.	3,5	4,3	7,5	1,0	3,2	-2,3	16,1	8,0	38,7	5,5	2,2	11,3
dic.	4,4	4,7	9,8	3,6	4,1	-1,0	18,3	8,5	44,0	2,3	2,1	9,7
2009 gen.	5,8	5,2	13,8	7,7	5,2	0,6	18,6	8,0	48,0	0,7	-1,8	9,2

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)

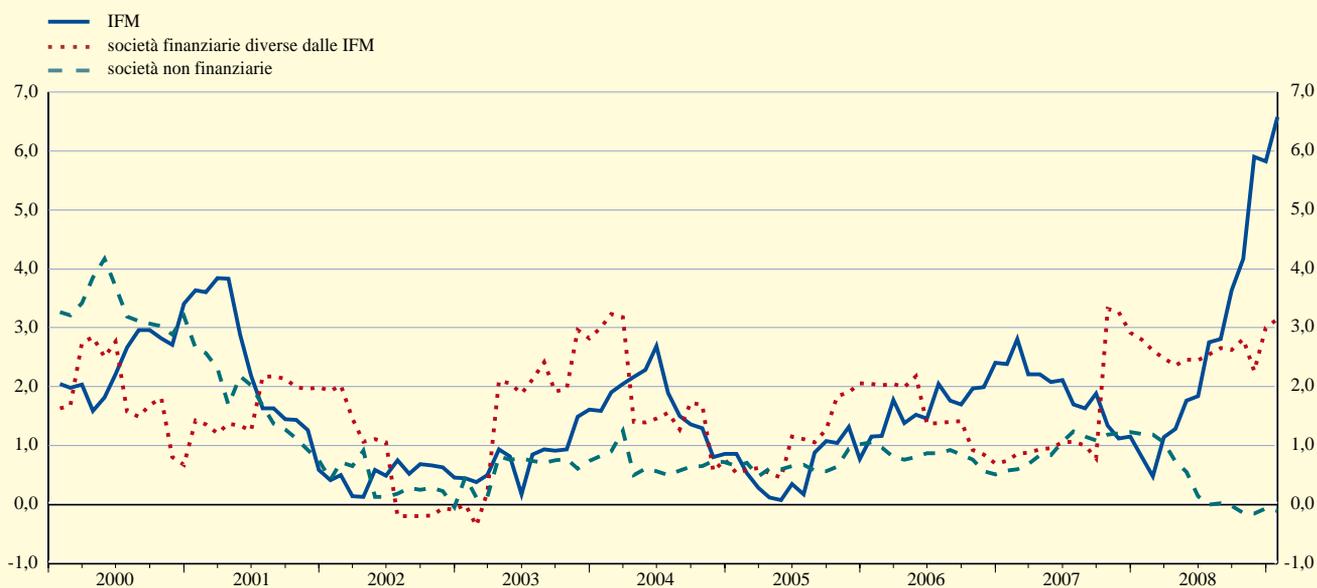
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(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
2007 gen.	6.374,2	103,9	0,9	1.125,2	2,4	646,3	0,7	4.602,7	0,6
feb.	6.288,4	104,0	1,0	1.094,6	2,8	637,9	0,9	4.555,9	0,6
mar.	6.514,7	104,1	1,0	1.113,2	2,2	649,3	0,9	4.752,1	0,7
apr.	6.765,0	104,3	1,1	1.170,5	2,2	675,6	0,9	4.919,0	0,8
mag.	7.044,7	104,4	1,1	1.176,3	2,1	688,9	1,0	5.179,5	0,8
giu.	6.966,3	104,7	1,3	1.130,4	2,1	677,2	1,1	5.158,7	1,1
lug.	6.735,9	104,8	1,3	1.101,6	1,7	608,9	1,1	5.025,4	1,2
ago.	6.622,6	104,8	1,2	1.062,0	1,6	583,8	1,0	4.976,8	1,2
set.	6.686,6	104,8	1,2	1.050,6	1,9	597,3	0,8	5.038,7	1,1
ott.	6.941,4	105,1	1,4	1.074,6	1,3	629,3	3,3	5.237,5	1,2
nov.	6.627,1	105,2	1,4	1.034,6	1,1	579,2	3,3	5.013,3	1,2
dic.	6.584,0	105,2	1,4	1.019,0	1,2	579,0	2,9	4.985,9	1,2
2008 gen.	5.761,5	105,3	1,3	889,8	0,8	497,4	2,8	4.374,4	1,2
feb.	5.815,9	105,3	1,2	860,1	0,5	492,4	2,6	4.463,4	1,2
mar.	5.562,3	105,3	1,2	860,5	1,1	501,3	2,5	4.200,5	1,1
apr.	5.743,0	105,3	1,0	837,2	1,3	519,4	2,4	4.386,4	0,7
mag.	5.723,8	105,3	0,9	771,0	1,8	497,1	2,5	4.455,7	0,6
giu.	5.075,4	105,3	0,6	665,3	1,8	435,8	2,4	3.974,4	0,1
lug.	4.967,1	105,5	0,6	691,6	2,8	428,2	2,5	3.847,3	0,0
ago.	4.993,7	105,5	0,6	665,5	2,8	438,4	2,7	3.889,8	0,0
set.	4.424,6	105,6	0,7	612,2	3,6	382,2	2,6	3.430,2	0,0
ott.	3.738,6	105,8	0,7	451,9	4,2	280,3	2,8	3.006,4	-0,1
nov.	3.478,2	106,1	0,9	394,5	5,9	265,3	2,3	2.818,3	-0,2
dic.	3.477,3	106,3	1,0	377,0	5,8	269,2	3,0	2.831,1	-0,1
2009 gen.	3.281,1	106,4	1,0	344,6	6,6	240,0	3,1	2.696,5	-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⁾

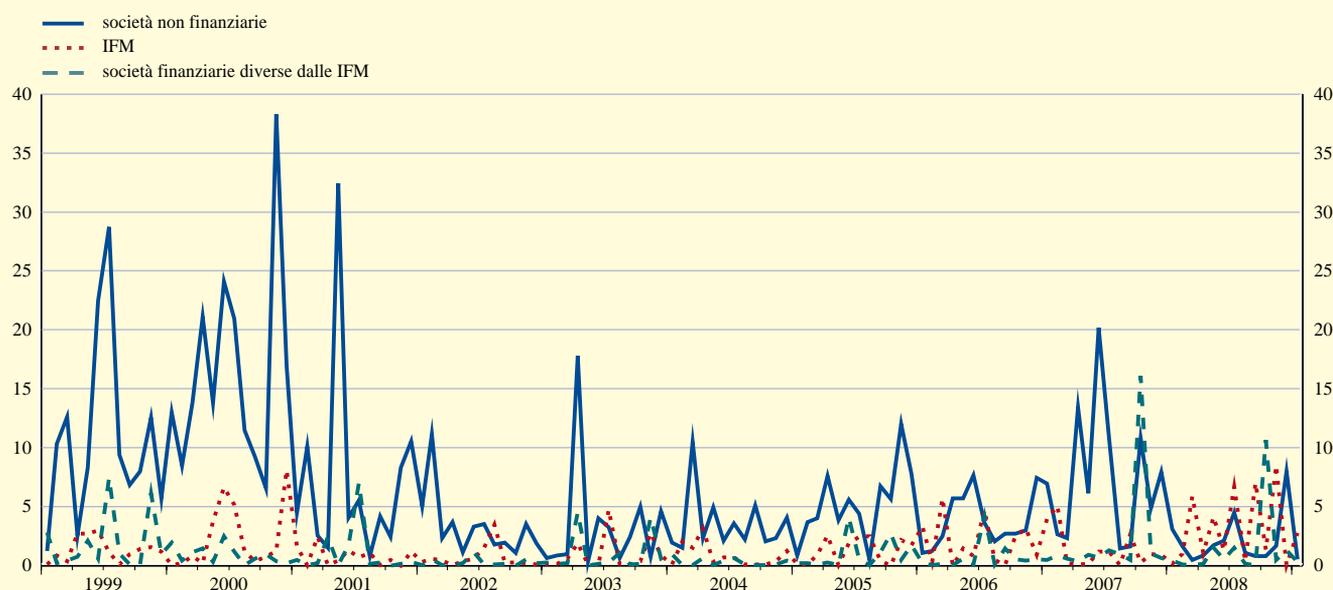
(miliardi di euro; valori di mercato)

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
2007 gen.	11,4	3,9	7,4	4,0	0,1	3,8	0,4	0,0	0,4	7,0	3,8	3,2
feb.	8,6	2,0	6,5	5,0	0,0	5,0	0,9	0,0	0,9	2,7	2,0	0,7
mar.	3,1	1,7	1,4	0,2	0,0	0,2	0,6	0,3	0,3	2,3	1,4	1,0
apr.	13,9	0,4	13,4	0,1	0,3	-0,2	0,3	0,0	0,3	13,4	0,2	13,2
mag.	7,2	2,0	5,2	0,1	0,0	0,1	0,9	0,0	0,9	6,1	2,0	4,1
giu.	22,0	1,6	20,4	1,2	0,0	1,1	0,7	0,0	0,7	20,2	1,6	18,6
lug.	13,3	1,8	11,5	1,2	0,0	1,2	1,3	0,3	1,0	10,9	1,5	9,3
ago.	2,5	6,6	-4,2	0,0	0,1	-0,1	1,0	1,4	-0,5	1,5	5,1	-3,6
set.	4,7	2,5	2,2	2,6	0,0	2,6	0,4	0,3	0,1	1,6	2,1	-0,5
ott.	27,2	8,0	19,1	0,2	3,2	-3,0	16,1	0,5	15,6	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.	9,5	4,6	4,9	0,9	0,0	0,9	0,7	2,2	-1,5	7,9	2,5	5,5
2008 gen.	3,6	1,4	2,3	0,1	0,0	0,1	0,4	0,7	-0,2	3,1	0,7	2,4
feb.	2,8	1,9	0,9	1,0	0,0	1,0	0,1	0,3	-0,2	1,6	1,6	0,1
mar.	6,4	6,0	0,3	5,9	0,0	5,9	0,0	0,5	-0,4	0,4	5,6	-5,1
apr.	2,0	3,0	-0,9	1,1	0,0	1,1	0,1	0,5	-0,3	0,8	2,5	-1,7
mag.	7,3	6,0	1,4	4,1	0,1	4,1	1,5	0,3	1,2	1,7	5,6	-3,9
giu.	3,9	4,8	-0,9	1,3	0,0	1,3	0,5	0,1	0,4	2,1	4,7	-2,6
lug.	12,7	3,4	9,4	6,7	0,0	6,7	1,5	0,5	1,0	4,5	2,9	1,6
ago.	1,5	3,0	-1,4	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	1,1	3,0	-1,9
set.	7,8	2,8	5,0	7,0	0,0	7,0	0,0	0,1	-0,1	0,8	2,7	-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	1,4
dic.	9,3	2,5	6,8	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,2	8,0	2,5	5,6
2009 gen.	3,6	0,5	3,1	2,8	0,0	2,8	0,3	0,0	0,3	0,5	0,4	0,1

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
2008 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	4,69	4,27
ott.	1,34	4,77	4,85	3,56	3,01	4,12	2,20	4,25	5,12	4,55	3,66
nov.	1,29	4,26	4,67	3,71	3,02	4,20	1,98	3,53	4,58	4,09	3,19
dic.	1,16	3,75	4,35	3,69	2,95	4,17	1,62	2,87	4,24	4,09	2,63
2009 gen.	1,02	3,28	3,91	3,53	2,88	4,08	1,28	2,24	3,83	3,73	2,05

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
2008 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	8,42	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	8,69	7,01	8,44	8,63	5,34	4,96	4,98	5,13	5,36	5,99	5,87	5,59
giu.	10,63	8,61	6,93	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	8,85	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	8,85	5,80	5,43	5,28	5,37	5,71	6,24	6,36	5,77
ott.	10,83	8,88	7,22	8,70	8,92	5,84	5,39	5,28	5,37	5,69	6,37	6,26	5,80
nov.	10,78	8,98	7,17	8,69	8,92	5,62	5,34	5,23	5,28	5,58	5,84	6,15	5,75
dic.	10,45	8,22	7,06	8,39	8,50	5,09	5,06	5,10	5,13	5,30	4,97	5,75	5,29
2009 gen.	10,13	8,30	7,02	8,61	8,65	4,39	4,80	4,93	5,03	4,89	4,42	5,43	5,21

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
2008 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.		6,67	6,04	6,10	5,41	4,86	5,02	4,96
dic.		6,26	5,38	5,78	5,32	4,29	4,50	4,76
2009 gen.		5,72	4,73	5,45	5,21	3,51	3,96	4,58

Fonte: BCE.

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

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

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

4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

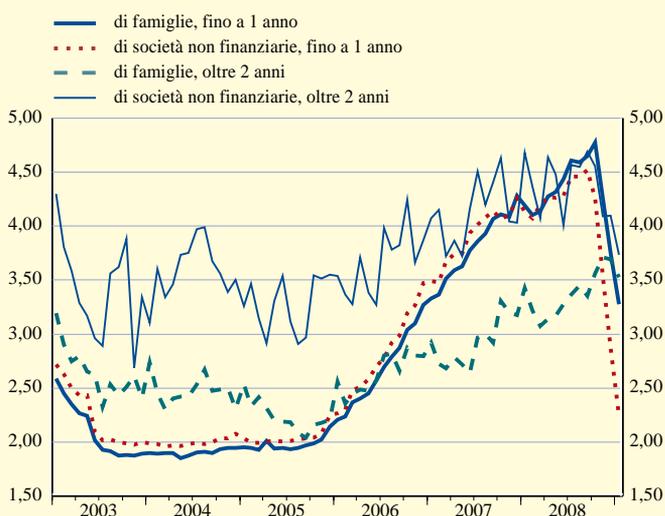
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista ²⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ^{2),3)}		A vista ²⁾	Con durata prestabilita		
	1	fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	6	fino a 2 anni	oltre 2 anni		8
2008 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	3,12	3,02	4,20	1,98	4,44	4,40	3,95
dic.	1,16	4,40	3,07	2,95	4,17	1,62	4,01	4,30	3,56
2009 gen.	1,02	4,15	3,10	2,88	4,08	1,28	3,49	4,03	3,04

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
2008 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.	5,77	5,03	5,14	9,38	7,47	6,47	6,40	5,90	5,54
ott.	5,78	5,06	5,17	9,45	7,48	6,48	6,43	5,99	5,58
nov.	5,71	5,01	5,16	9,24	7,48	6,47	6,17	5,81	5,51
dic.	5,50	4,89	5,08	9,01	7,38	6,38	5,72	5,42	5,27
2009 gen.	5,23	4,75	4,96	8,72	7,16	6,23	5,11	4,89	4,89

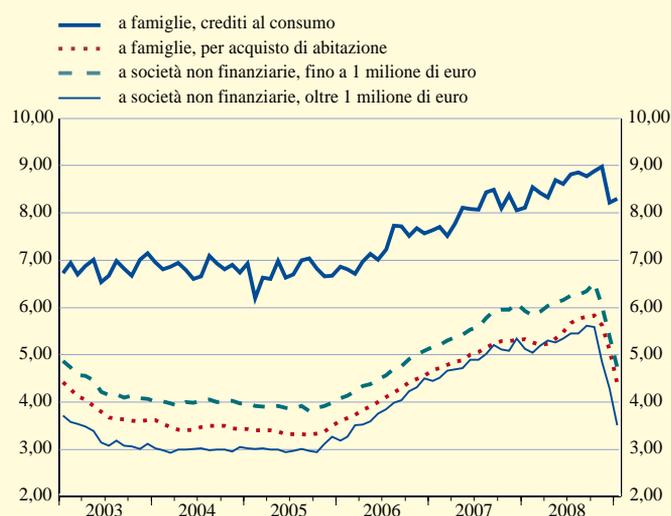
F22 Nuovi depositi con durata prestabilita

(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.

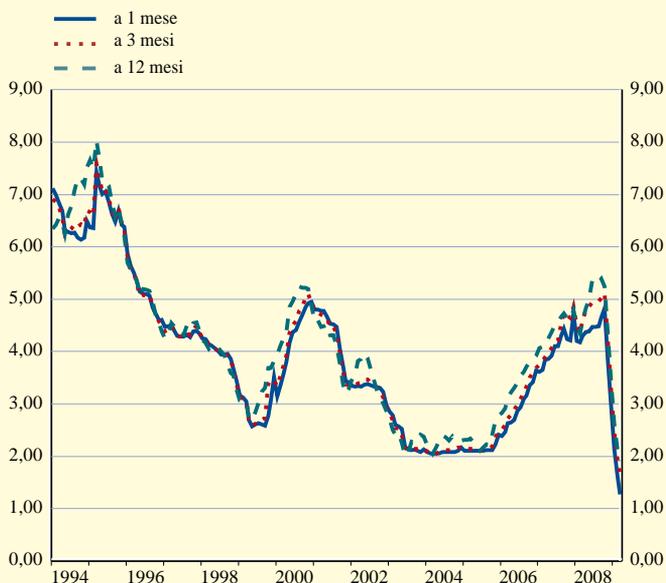
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

(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
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
2009 1° trim.	1,37	1,67	2,01	2,11	2,22	1,24	0,67
2008 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
feb.	1,26	1,63	1,94	2,03	2,14	1,24	0,64
mar.	1,06	1,27	1,64	1,77	1,91	1,27	0,62

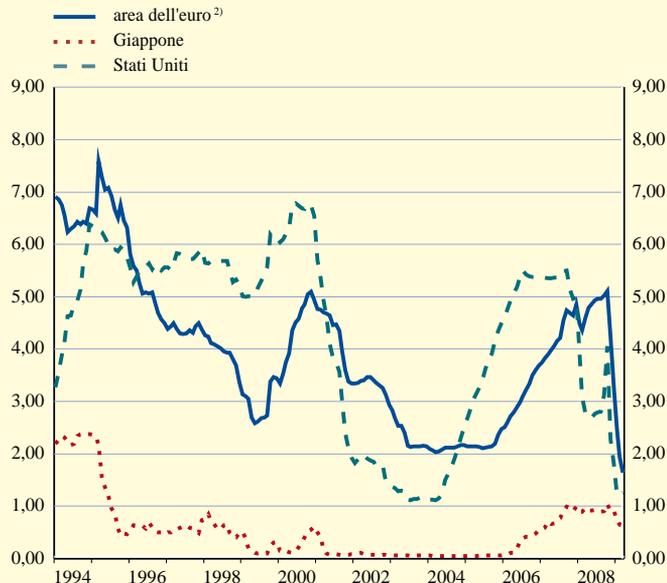
F24 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro ²⁾

(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.

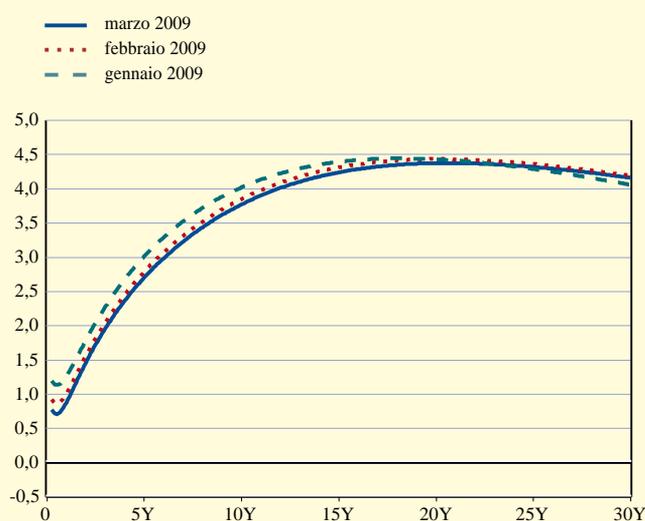
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro¹⁾

(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
feb.	0,93	1,01	1,56	2,79	3,31	3,85	2,93	2,30	1,48	2,64	4,32	5,25
mar.	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19

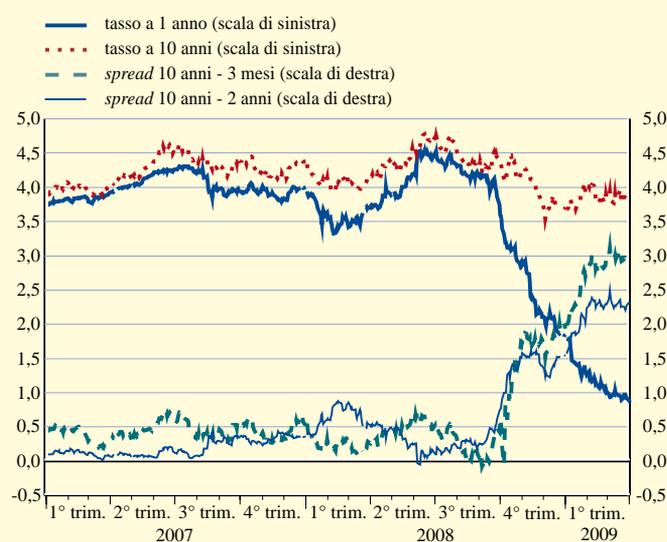
F26 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro

(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.

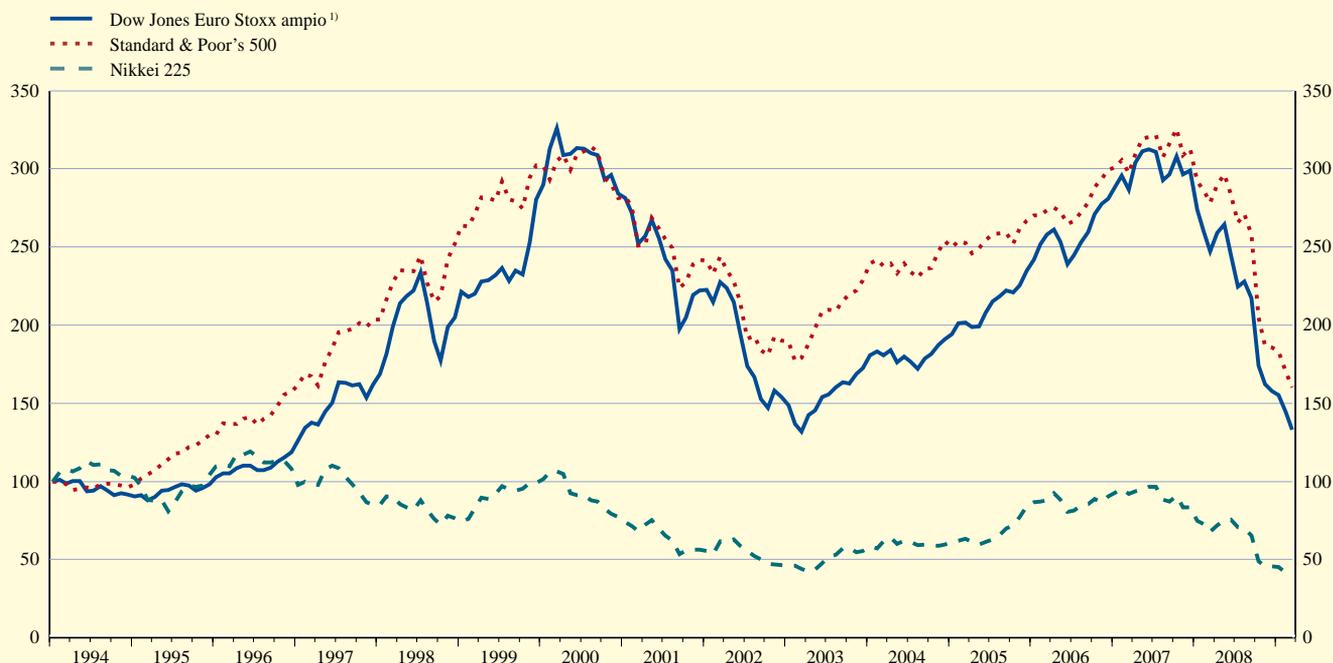
4.8 Indici del mercato azionario

(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	Petroli e estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
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
2009 1° trim.	200,2	2.166,4	293,6	131,6	207,9	272,5	126,3	223,0	175,7	340,6	367,2	345,7	810,1	7.968,8
2008 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
feb.	200,4	2.159,8	299,2	132,7	208,0	280,9	123,3	226,1	175,7	341,0	361,7	354,1	806,3	7.707,3
mar.	184,6	1.993,9	272,5	125,3	194,9	256,9	111,8	206,8	163,5	304,2	355,2	319,1	757,1	7.772,8

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	Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici	Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
in perc. del totale ³⁾	100,0	100,0	83,0	58,6	41,4	100,0	11,9	7,5	29,7	9,6	41,4	89,3	10,7
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	1,3	0,2	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	0,7	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	1,0	0,2	6,0	0,6	3,7	2,8
3° trim.	108,4	3,8	2,5	4,7	2,6	0,7	0,9	0,9	0,2	2,1	0,7	3,9	3,3
4° trim.	108,2	2,3	2,2	2,1	2,6	-0,6	0,2	0,4	0,3	-8,7	0,6	2,1	3,4
2008 ott.	108,6	3,2	2,4	3,5	2,6	-0,1	0,1	0,4	0,1	-2,9	0,2	3,1	3,4
nov.	108,0	2,1	2,2	1,8	2,6	-0,4	0,0	-0,1	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	0,2	0,0	-4,7	0,2	1,4	3,4
2009 gen.	107,0	1,1	1,8	0,2	2,4	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,9	2,9
feb.	107,4	1,2	1,7	0,3	2,4	0,2	-0,1	0,5	0,1	0,5	0,2	1,0	2,9
mar. ⁴⁾	.	1,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	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⁾	19,3	11,9	7,5	39,3	29,7	9,6	10,1	6,0	6,3	3,2	14,9	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 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
2009 gen.	2,7	2,7	2,6	-1,0	0,5	-5,3	2,0	1,7	3,9	-1,9	3,1	2,2
feb.	2,5	2,0	3,3	-0,7	0,7	-4,9	2,0	1,8	3,9	-1,4	3,0	2,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

2. Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni 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 2005 = 100)	Totale			Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici		
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
Totale						Durevoli	Non durevoli						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	100,0	4,1	3,3	1,8	2,9	1,2	1,1	1,4	0,9	13,9	2,8	7,6	
2006	105,1	5,1	3,5	2,8	4,6	1,6	1,7	1,6	1,5	12,8	4,1	6,5	
2007	107,9	2,7	3,1	3,2	4,6	2,2	2,3	2,2	2,2	1,2	4,0	4,4	
2008	114,3	5,9	4,8	3,5	4,1	2,1	3,9	2,7	4,1	13,5	-	-	
2007 4° trim.	109,9	4,1	4,7	3,3	3,8	1,9	3,8	2,6	4,1	6,7	3,3	3,9 ⁵⁾	
2008 1° trim.	111,9	5,3	5,5	3,6	4,0	1,6	4,7	2,9	5,0	11,0	3,1	-	
2° trim.	114,7	6,8	6,4	3,8	4,1	1,9	4,9	2,7	5,2	16,6	4,0	2,7 ⁵⁾	
3° trim.	117,1	8,2	6,7	4,3	5,7	2,3	4,2	2,6	4,4	20,7	5,5	-	
4° trim.	113,6	3,3	0,7	2,4	2,7	2,4	2,0	2,6	1,9	6,0	-	-	
2008 ago.	116,9	8,2	6,7	4,3	5,6	2,4	4,2	2,5	4,5	20,6	-	-	
set.	116,7	7,6	5,8	4,1	5,7	2,3	3,7	2,6	3,9	18,4	-	-	
ott.	115,7	6,0	3,5	3,3	4,3	2,7	2,8	2,6	2,9	13,8	-	-	
nov.	113,3	2,9	0,3	2,3	2,6	2,6	1,9	2,6	1,8	4,3	-	-	
dic.	111,7	1,2	-1,7	1,4	1,2	2,0	1,3	2,5	1,1	0,1	-	-	
2009 gen.	110,5	-0,6	-2,9	-0,1	-1,3	1,8	0,2	2,0	-0,1	-2,7	-	-	

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						Totale (indice destagionalizzato 2000=100)	Deflatori del PIL						
		Ponderati in base alle importazioni ⁷⁾			Ponderati in base all'utilizzo ⁸⁾				Totale	Domanda interna				Esportazioni ⁹⁾	Importazioni ⁹⁾
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2005	44,6	11,9	0,9	17,9	9,0	2,5	14,4	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	24,4	5,9	38,1	113,8	2,0	2,4	2,2	2,1	3,0	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	1,7	2,7	1,5	1,3
2008	65,9	2,0	18,1	-4,3	-1,7	9,6	-8,5	119,0	2,2	2,8	2,9	2,7	2,4	2,1	3,6
2008 1° trim.	64,2	8,4	36,4	-1,3	7,2	31,6	-5,8	117,9	2,1	2,9	3,0	2,4	2,3	2,3	4,3
2° trim.	78,5	2,5	32,4	-7,5	-0,3	20,3	-11,1	118,8	2,2	3,2	3,3	3,4	2,4	2,3	4,6
3° trim.	77,6	6,7	16,2	2,8	0,5	4,3	-1,9	119,4	2,2	3,2	3,5	2,7	2,9	2,9	5,3
4° trim.	43,5	-10,2	-8,0	-11,2	-14,6	-13,0	-15,8	120,0	2,4	2,1	2,0	2,3	2,0	1,0	0,2
2009 1° trim.	35,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2008 ott.	55,2	-6,4	-5,0	-7,0	-11,8	-12,6	-11,1	-	-	-	-	-	-	-	-
nov.	43,1	-7,0	-4,4	-8,3	-10,7	-7,4	-13,0	-	-	-	-	-	-	-	-
dic.	32,1	-17,3	-14,4	-18,7	-21,5	-18,7	-23,7	-	-	-	-	-	-	-	-
2009 gen.	34,3	-21,2	-10,8	-26,0	-22,4	-13,6	-28,7	-	-	-	-	-	-	-	-
feb.	34,6	-24,2	-17,5	-27,4	-26,3	-21,0	-30,4	-	-	-	-	-	-	-	-
mar.	36,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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.

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 2005.

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 manfatturiero, 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⁾								
2005	109,0	1,2	8,7	-1,1	2,9	1,4	2,0	2,0
2006	110,0	0,9	3,2	-0,6	3,4	0,1	2,5	2,1
2007	111,8	1,7	1,0	-0,5	4,0	1,4	2,8	2,1
2008	115,4	3,2	.	.	.	.	.	.
2007 4° trim.	113,0	2,5	0,7	0,0	4,1	2,8	3,3	2,8
2008 1° trim.	113,5	2,5	-0,3	1,1	1,3	2,5	3,5	3,1
2° trim.	114,8	2,9	-2,2	1,6	1,3	3,3	2,5	4,5
3° trim.	115,7	3,4	-1,5	4,3	1,7	4,9	3,0	2,8
4° trim.	117,9	4,3	.	.	.	.	.	.
Redditi per occupato								
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	3,5	1,4	2,3	1,5
2007	117,7	2,5	2,7	2,9	2,9	2,2	2,4	2,4
2008	121,5	3,2	.	.	.	.	.	.
2007 4° trim.	119,2	3,0	2,5	3,2	3,2	2,3	2,7	3,3
2008 1° trim.	120,1	3,1	2,6	3,5	3,7	2,5	2,4	3,4
2° trim.	121,1	3,2	2,2	2,7	4,6	2,4	2,1	4,4
3° trim.	121,9	3,5	2,7	3,2	5,2	4,1	2,6	3,3
4° trim.	122,8	3,0	.	.	.	.	.	.
Produttività del lavoro³⁾								
2005	103,1	0,8	-5,8	2,9	-0,8	0,7	0,3	-0,1
2006	104,4	1,3	0,2	4,2	0,1	1,4	-0,1	-0,6
2007	105,3	0,8	1,7	3,4	-1,0	0,7	-0,4	0,3
2008	105,3	0,0	.	.	.	.	.	.
2007 4° trim.	105,5	0,4	1,8	3,2	-0,8	-0,5	-0,6	0,5
2008 1° trim.	105,8	0,6	2,9	2,4	2,4	0,0	-1,1	0,4
2° trim.	105,5	0,3	4,4	1,1	3,3	-0,8	-0,4	-0,1
3° trim.	105,4	0,0	4,3	-1,0	3,4	-0,8	-0,4	0,5
4° trim.	104,1	-1,3	.	.	.	.	.	.

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 ⁵⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manfatturiero, 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
2005	116,5	2,4	2,5	2,2	2,4	2,1	2,5	2,1
2006	119,4	2,5	2,6	2,1	3,4	1,6	2,1	2,3
2007	122,5	2,7	2,8	2,3	2,6	3,1	2,6	2,1
2008	126,8	3,5	3,6	3,4	4,1	4,6	3,1	3,2
2007 4° trim.	123,8	3,0	3,2	2,3	3,1	4,0	2,8	2,1
2008 1° trim.	124,8	3,5	3,7	3,1	4,3	4,2	3,0	2,8
2° trim.	125,9	2,6	2,7	2,4	2,7	4,0	2,4	2,9
3° trim.	127,4	4,2	4,2	4,3	3,8	5,0	4,3	3,4
4° trim.	128,9	3,8	3,9	3,6	5,4	5,1	2,6	3,6

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>									
2005	8.143,8	8.022,7	4.668,4	1.664,9	1.684,2	5,2	121,1	3.113,3	2.992,2
2006	8.558,4	8.455,5	4.871,9	1.732,5	1.837,0	14,2	102,8	3.473,1	3.370,3
2007	8.995,5	8.856,8	5.062,4	1.800,6	1.969,8	24,0	138,7	3.740,4	3.601,6
2008	9.269,2	9.177,4	5.240,6	1.887,9	2.022,0	27,0	91,7	3.883,9	3.792,2
2007 4° trim.	2.279,4	2.247,6	1.288,3	456,9	501,8	0,7	31,8	956,4	924,6
2008 1° trim.	2.309,8	2.277,6	1.299,8	461,7	511,5	4,6	32,2	982,3	950,1
2° trim.	2.323,3	2.292,2	1.308,8	473,0	509,9	0,5	31,1	988,6	957,5
3° trim.	2.329,6	2.315,9	1.321,6	474,9	510,8	8,6	13,7	996,3	982,6
4° trim.	2.306,4	2.291,7	1.310,3	478,3	489,9	13,3	14,7	916,7	902,0
<i>in percentuale del PIL</i>									
2008	100,0	99,0	56,5	20,4	21,8	0,3	1,0	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati ⁴⁾)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2007 4° trim.	0,4	0,1	0,3	0,2	0,9	-	-	0,8	0,1
2008 1° trim.	0,7	0,5	0,1	0,5	1,2	-	-	1,6	1,2
2° trim.	-0,2	-0,4	-0,3	0,9	-1,2	-	-	-0,1	-0,5
3° trim.	-0,2	0,3	0,2	0,8	-0,6	-	-	-0,1	1,3
4° trim.	-1,5	-0,7	-0,3	0,1	-3,7	-	-	-6,4	-4,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2005	1,7	1,9	1,8	1,5	3,3	-	-	5,0	5,7
2006	2,9	2,8	2,0	1,9	5,6	-	-	8,4	8,3
2007	2,7	2,4	1,6	2,2	4,4	-	-	6,0	5,4
2008	0,8	0,8	0,5	2,0	0,0	-	-	1,4	1,4
2007 4° trim.	2,2	2,0	1,4	2,1	3,2	-	-	4,2	3,7
2008 1° trim.	2,2	1,6	1,5	1,4	3,2	-	-	5,4	4,1
2° trim.	1,5	0,9	0,6	2,1	1,8	-	-	4,1	2,8
3° trim.	0,6	0,5	0,3	2,3	0,2	-	-	2,2	2,1
4° trim.	-1,3	-0,2	-0,3	2,3	-4,3	-	-	-5,2	-2,8
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente in punti percentuali</i>									
2007 4° trim.	0,4	0,1	0,2	0,0	0,2	-0,3	0,3	-	-
2008 1° trim.	0,7	0,5	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	-	-
2° trim.	-0,2	-0,4	-0,2	0,2	-0,3	-0,2	0,1	-	-
3° trim.	-0,2	0,3	0,1	0,2	-0,1	0,2	-0,6	-	-
4° trim.	-1,5	-0,7	-0,2	0,0	-0,8	0,3	-0,8	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2005	1,7	1,9	1,0	0,3	0,7	-0,2	-0,1	-	-
2006	2,9	2,7	1,1	0,4	1,2	0,1	0,2	-	-
2007	2,7	2,4	0,9	0,4	0,9	0,1	0,3	-	-
2008	0,8	0,8	0,3	0,4	0,0	0,1	0,0	-	-
2007 4° trim.	2,2	2,0	0,8	0,4	0,7	0,1	0,2	-	-
2008 1° trim.	2,2	1,6	0,9	0,3	0,7	-0,3	0,6	-	-
2° trim.	1,5	0,9	0,4	0,4	0,4	-0,3	0,6	-	-
3° trim.	0,6	0,5	0,2	0,5	0,1	-0,1	0,1	-	-
4° trim.	-1,3	-0,2	-0,2	0,5	-1,0	0,5	-1,1	-	-

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>								
2005	7.299,0	144,1	1.482,4	441,6	1.539,8	2.021,8	1.669,3	844,9
2006	7.643,9	141,6	1.557,8	478,9	1.603,5	2.137,7	1.724,4	914,5
2007	8.037,5	151,6	1.642,7	517,5	1.668,7	2.260,7	1.796,3	958,0
2008	8.316,5	153,9	1.663,9	547,1	1.717,9	2.366,9	1.866,8	952,7
2007 4° trim.	2.041,6	39,2	416,3	132,6	422,3	575,3	455,9	237,9
2008 1° trim.	2.068,5	39,6	423,4	136,9	427,8	582,8	458,0	241,3
2° trim.	2.085,5	38,9	424,5	137,0	428,2	590,0	466,9	237,8
3° trim.	2.090,6	38,5	419,0	137,8	432,0	595,7	467,7	239,0
4° trim.	2.071,8	36,9	397,0	135,3	430,0	598,4	474,3	234,6
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2008	100,0	1,9	20,0	6,6	20,7	28,5	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 4° trim.	0,5	1,3	0,6	0,9	0,3	0,7	0,4	-0,7
2008 1° trim.	0,6	1,9	0,3	2,6	0,6	0,7	0,1	1,6
2° trim.	-0,1	0,0	-0,7	-1,8	-0,5	0,5	0,4	-1,2
3° trim.	-0,3	-0,4	-1,4	-1,3	-0,2	0,1	0,5	0,1
4° trim.	-1,5	0,0	-5,4	-1,8	-1,4	-0,4	0,5	-1,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2005	1,7	-6,4	1,8	1,8	1,4	2,8	1,4	1,8
2006	2,9	-1,8	3,9	2,8	3,1	3,7	1,3	3,3
2007	2,9	0,4	3,7	3,0	2,7	3,7	1,7	0,7
2008	0,9	2,1	-0,8	0,7	0,5	2,1	1,4	0,0
2007 4° trim.	2,5	0,4	3,4	1,4	1,8	3,4	1,8	-0,7
2008 1° trim.	2,4	1,6	2,8	2,8	2,4	2,9	1,3	0,5
2° trim.	1,6	2,4	1,2	1,6	0,9	2,6	1,3	0,4
3° trim.	0,7	2,8	-1,2	0,4	0,2	1,9	1,5	-0,2
4° trim.	-1,3	1,5	-7,1	-2,3	-1,5	0,9	1,6	-1,0
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente in punti percentuali</i>								
2007 4° trim.	0,5	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	-
2008 1° trim.	0,6	0,0	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-
2° trim.	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	-
3° trim.	-0,3	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,1	-
4° trim.	-1,5	0,0	-1,1	-0,1	-0,3	-0,1	0,1	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>								
2005	1,7	-0,1	0,4	0,1	0,3	0,8	0,3	-
2006	2,9	0,0	0,8	0,2	0,7	1,0	0,3	-
2007	2,9	0,0	0,8	0,2	0,6	1,0	0,4	-
2008	0,9	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,6	0,3	-
2007 4° trim.	2,5	0,0	0,7	0,1	0,4	1,0	0,4	-
2008 1° trim.	2,4	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.	0,7	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,5	0,3	-
4° trim.	-1,3	0,0	-1,5	-0,1	-0,3	0,2	0,4	-

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.) 2005 = 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		
2006	4,1	104,3	4,3	4,7	4,3	4,9	5,9	3,0	4,7	2,9	0,3	3,7	
2007	3,4	108,3	3,9	4,2	3,7	3,8	6,7	2,6	1,8	2,8	-1,0	1,9	
2008	-2,2	106,4	-1,8	-1,9	-2,4	-3,3	-0,4	-1,6	-5,2	-0,9	-0,2	-4,2	
2008 1° trim.	2,2	111,2	2,7	2,6	1,6	1,8	5,1	0,9	-1,0	1,2	3,5	0,0	
2° trim.	0,0	108,7	1,0	1,0	0,7	0,2	3,4	-0,9	-1,9	-0,7	1,0	-3,8	
3° trim.	-2,2	106,0	-1,5	-1,5	-2,1	-1,8	-0,7	-2,1	-6,8	-1,4	-0,4	-4,7	
4° trim.	-8,7	99,6	-9,0	-9,3	-9,5	-13,5	-8,8	-4,0	-10,9	-2,7	-4,4	-7,8	
2008 ago.	-1,4	106,8	-0,9	-0,8	-1,6	0,0	0,6	-3,2	-6,3	-2,9	-0,2	-3,5	
set.	-3,2	104,5	-2,4	-2,5	-3,0	-3,7	-1,5	-2,4	-7,4	-1,6	-0,5	-6,2	
ott.	-5,8	102,4	-5,9	-6,0	-6,1	-8,0	-5,8	-3,6	-8,2	-2,6	-3,2	-5,6	
nov.	-8,3	99,6	-9,1	-9,3	-9,5	-12,6	-8,9	-4,7	-11,5	-3,3	-5,3	-5,6	
dic.	-12,4	96,8	-12,4	-13,2	-13,4	-21,4	-11,9	-3,9	-13,7	-2,1	-4,6	-12,8	
2009 gen.	-15,6	93,7	-17,4	-19,1	.	-24,4	-21,6	-6,9	-17,7	-5,1	-2,9	-9,3	
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2008 ago.	-0,1	-	0,1	0,2	0,4	0,1	1,4	0,6	-0,5	1,1	-0,5	-0,5	
set.	-1,8	-	-2,1	-2,4	-2,2	-3,5	-2,9	-0,9	-2,4	-0,5	-1,3	-1,3	
ott.	-1,5	-	-2,1	-2,2	-1,9	-3,1	-2,6	-0,3	-1,1	0,1	-0,2	-0,2	
nov.	-2,6	-	-2,7	-2,8	-2,8	-4,0	-3,3	-0,8	-3,7	-0,5	-2,3	-1,3	
dic.	-3,1	-	-2,8	-3,2	-3,1	-6,6	-2,6	-0,2	-2,6	0,1	0,5	-2,7	
2009 gen.	-1,9	-	-3,2	-3,7	.	-2,5	-6,0	-1,1	-2,2	-1,0	-1,5	1,4	

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 escluso carburante per autoveicoli							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 2005 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2005 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2006	110,3	10,0	119,6	7,8	2,9	108,5	2,0	0,8	3,0	2,6	4,6	978	3,3
2007	119,3	8,4	127,0	6,3	2,4	109,5	1,2	-0,1	2,1	3,2	1,5	970	-0,9
2008	112,7	-5,1	128,7	1,7	1,7	108,0	-1,0	-1,3	-0,7	-2,1	-2,6	892	-8,0
2008 1° trim.	122,0	3,3	132,6	4,4	3,2	103,4	0,8	0,9	0,8	-0,9	-1,4	949	-1,3
2° trim.	118,8	0,1	132,5	6,3	2,0	102,3	-1,2	-1,8	-0,8	-2,2	-2,2	907	-4,8
3° trim.	115,3	-1,4	130,6	3,9	2,3	102,3	-1,2	-1,7	-0,8	-1,5	-3,4	891	-8,8
4° trim.	94,8	-21,8	119,2	-7,4	-0,4	101,3	-2,1	-2,4	-1,9	-3,6	-3,3	821	-18,5
2008 set.	111,6	-1,5	128,2	6,7	2,5	102,4	-0,9	-1,8	-0,2	-1,0	-3,0	867	-11,4
ott.	103,8	-14,9	124,8	-2,8	0,6	101,4	-2,0	-2,1	-2,1	-2,9	-4,0	839	-14,4
nov.	94,0	-27,0	120,3	-11,8	-0,6	101,2	-2,5	-2,7	-2,2	-3,5	-4,5	810	-18,2
dic.	86,5	-23,8	112,6	-7,7	-1,1	101,3	-1,8	-2,3	-1,5	-4,1	-1,8	814	-23,2
2009 gen.	83,6	-34,1	.	.	.	101,0	-2,1	-2,2	-2,2	.	.	779	-20,5
feb.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	841	-12,7
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2008 ott.	-	-7,0	-	-2,7	-1,0	-	-0,9	-0,8	-1,0	-3,1	-0,6	-	-3,2
nov.	-	-9,4	-	-3,6	-0,3	-	-0,2	-0,6	0,0	-0,8	-1,1	-	-3,5
dic.	-	-8,0	-	-6,4	-0,5	-	0,0	-0,1	-0,1	-0,6	1,2	-	0,5
2009 gen.	-	-3,4	-	.	.	-	-0,3	-0,7	0,1	.	.	-	-4,3
feb.	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	8,0

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 2005.

3) Comprende le industrie del settore manifatturiero che lavorano principalmente sulla base di ordinativi; esse costituivano il 60,1 per cento dell'intero settore nel 2005.

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

5.2 Produzione e domanda

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

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata ³⁾ (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia					Totale ⁴⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁴⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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
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
2009 1° trim.	65,7	-36	-56	20	-31	.	-32	-11	-41	62	-14
2008 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.	67,2	-33	-49	20	-31	75,0	-31	-11	-38	58	-15
feb.	65,3	-36	-57	20	-32	-	-33	-12	-41	62	-15
mar.	64,6	-38	-61	21	-32	-	-34	-11	-44	66	-13

	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
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
2009 1° trim.	-31	-37	-26	-19	-21	15	-20	-24	-33	-21	-18
2008 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	-21	20	-18	-22	-32	-19	-15
feb.	-32	-37	-26	-19	-21	17	-20	-24	-33	-19	-19
mar.	-32	-38	-26	-18	-21	10	-22	-25	-34	-23	-19

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	7,8	25,5	15,7	29,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	141,863	1,0	1,1	0,4	-0,7	-1,1	2,7	0,7	2,5	1,5
2006	144,179	1,6	1,8	0,7	-1,9	-0,3	2,7	1,7	3,8	1,8
2007	146,830	1,8	2,0	0,9	-1,3	0,3	4,1	1,9	4,0	1,4
2008	148,027	0,8	1,0	-0,2	.	.	.	.	.	.
2007 4° trim.	147,605	1,7	1,9	0,6	-1,6	0,1	2,4	2,3	3,9	1,4
2008 1° trim.	148,137	1,5	1,7	0,7	-1,1	0,3	0,4	2,4	4,0	0,8
2° trim.	148,262	1,1	1,4	-0,1	-1,9	0,1	-1,6	1,6	3,1	1,4
3° trim.	148,082	0,6	0,9	-0,9	-1,5	-0,1	-2,8	1,0	2,3	1,0
4° trim.	147,628	0,0	0,1	-0,6	.	.	.	.	.	.
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2007 4° trim.	0,392	0,3	0,4	-0,7	-0,3	0,1	0,0	0,2	0,8	0,3
2008 1° trim.	0,532	0,4	0,3	0,5	0,6	0,2	0,1	0,5	1,1	-0,1
2° trim.	0,125	0,1	0,2	-0,3	-1,3	-0,1	-1,5	0,2	0,3	0,6
3° trim.	-0,180	-0,1	-0,1	-0,4	-0,5	-0,4	-1,5	0,1	0,1	0,1
4° trim.	-0,454	-0,3	-0,3	-0,6	.	.	.	.	.	.

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	13,718	9,0	10,675	7,9	3,044	17,5	6,925	8,1	6,794	10,0
2006	12,875	8,3	10,053	7,3	2,822	16,4	6,397	7,5	6,478	9,4
2007	11,650	7,5	9,113	6,6	2,537	14,9	5,734	6,7	5,916	8,5
2008	11,891	7,5	9,281	6,6	2,611	15,3	6,007	6,9	5,884	8,3
2007 4° trim.	11,445	7,3	8,929	6,4	2,515	14,7	5,653	6,5	5,791	8,2
2008 1° trim.	11,376	7,2	8,886	6,4	2,491	14,6	5,609	6,5	5,767	8,2
2° trim.	11,640	7,4	9,082	6,5	2,558	15,0	5,810	6,7	5,830	8,3
3° trim.	11,938	7,6	9,319	6,6	2,619	15,5	6,071	7,0	5,867	8,3
4° trim.	12,611	8,0	9,836	7,0	2,775	16,3	6,537	7,5	6,074	8,5
2008 set.	12,087	7,7	9,440	6,7	2,647	15,6	6,176	7,1	5,911	8,3
ott.	12,381	7,8	9,652	6,8	2,728	16,1	6,387	7,3	5,994	8,4
nov.	12,609	8,0	9,834	7,0	2,775	16,3	6,538	7,5	6,071	8,5
dic.	12,843	8,1	10,020	7,1	2,822	16,6	6,686	7,7	6,157	8,6
2009 gen.	13,167	8,3	10,290	7,3	2,877	16,9	6,899	7,9	6,268	8,8
feb.	13,486	8,5	10,528	7,4	2,958	17,3	7,106	8,1	6,379	8,9

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⁾

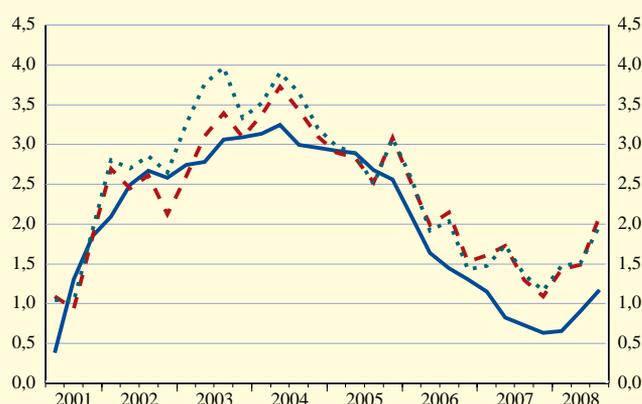
	Totale 1	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi 2	Prestiti 3	Titoli a breve termine 4	Titoli a lungo termine 5
2005 4° trim.	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3
2006 1° trim.	70,5	2,5	11,7	4,9	51,3
2° trim.	70,6	2,5	11,6	4,9	51,6
3° trim.	70,1	2,5	11,6	4,7	51,2
4° trim.	68,5	2,5	11,4	4,1	50,4
2007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

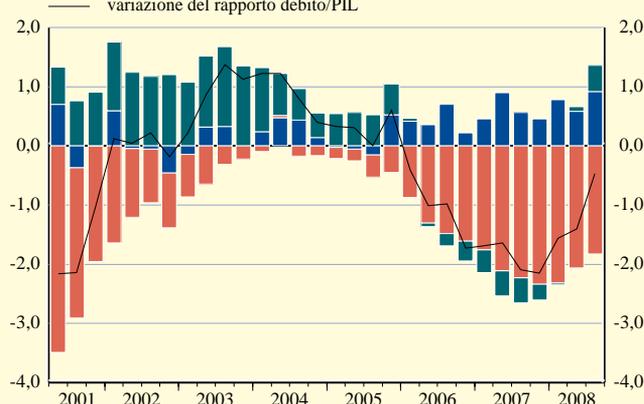
F29 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito
(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

— disavanzo
- - - variazione del debito
... fabbisogno



F30 Debito (definizione di Maastricht)
(variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)

■ raccordo disavanzo-debito
■ disavanzo/avanzo primario
■ differenziale crescita del PIL/onere medio del debito
— variazione del rapporto debito/PIL



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

1) Dati relativi agli Euro 15.

2) I dati sulle consistenze nel trimestre t sono espressi in percentuale della somma del PIL nel trimestre t e nei tre trimestri precedenti.

7

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

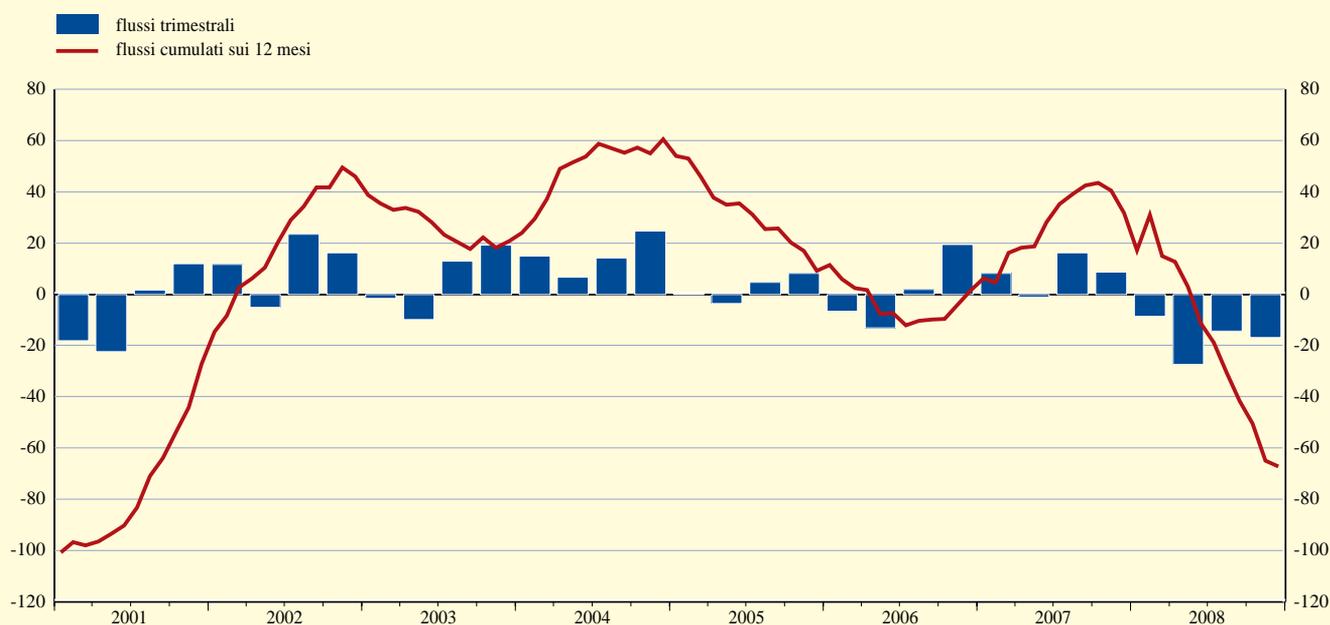
7.1 Bilancia dei pagamenti ¹⁾

(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
2006	1,4	14,2	44,6	21,5	-78,9	9,3	10,6	141,6	-152,4	292,7	2,9	-0,6	-0,9	-152,3
2007	31,7	52,8	53,8	9,4	-84,3	14,0	45,7	33,0	-88,5	135,6	-53,8	44,8	-5,1	-78,8
2008	-67,3	-4,2	51,2	-22,0	-92,3	13,7	-53,6	212,6	-281,4	409,2	-12,3	102,1	-4,9	-159,1
2007 4° trim.	8,7	8,8	11,4	8,9	-20,5	5,3	13,9	-73,1	25,7	-74,1	-19,1	-10,2	4,7	59,1
2008 1° trim.	-8,5	-1,3	12,1	7,8	-27,1	6,2	-2,3	0,5	-105,4	73,6	-21,2	58,5	-5,1	1,9
2° trim.	-27,5	6,3	14,3	-30,9	-17,3	3,2	-24,3	89,2	-51,5	42,9	-8,7	106,5	0,0	-64,9
3° trim.	-14,4	-8,0	15,4	1,9	-23,6	1,9	-12,5	36,9	-42,4	110,5	-8,5	-24,2	1,6	-24,4
4° trim.	-16,8	-1,2	9,4	-0,8	-24,3	2,4	-14,4	86,0	-82,1	182,2	26,2	-38,8	-1,5	-71,6
2008 gen.	-15,1	-8,0	3,6	0,0	-10,7	2,6	-12,5	8,1	-64,2	58,7	-27,0	47,0	-6,4	4,4
feb.	10,9	5,9	4,6	4,8	-4,4	2,4	13,3	-21,8	-18,5	0,7	2,5	-11,1	4,5	8,5
mar.	-4,3	0,8	4,0	3,0	-12,1	1,2	-3,1	14,2	-22,7	14,2	3,3	22,5	-3,2	-11,0
apr.	-5,4	6,0	3,7	-7,1	-8,0	0,7	-4,6	28,1	-23,8	-13,9	-2,9	72,0	-3,3	-23,4
mag.	-22,9	-1,5	4,4	-20,3	-5,4	1,9	-21,0	43,7	-8,4	13,0	-10,4	46,7	2,7	-22,7
giu.	0,7	1,9	6,1	-3,4	-3,9	0,6	1,3	17,5	-19,3	43,8	4,6	-12,2	0,5	-18,8
lug.	0,2	1,5	5,5	1,1	-7,9	0,9	1,1	31,7	-12,1	25,8	0,1	20,2	-2,3	-32,8
ago.	-10,0	-7,6	4,9	0,2	-7,6	0,5	-9,5	-7,5	-8,9	11,5	-8,6	-3,8	2,3	17,0
set.	-4,6	-2,0	5,0	0,6	-8,1	0,5	-4,1	12,8	-21,4	73,2	0,0	-40,6	1,6	-8,7
ott.	-4,8	2,6	3,6	0,0	-11,1	0,0	-4,8	73,7	-13,8	120,5	25,5	-49,8	-8,6	-68,9
nov.	-12,7	-4,4	2,5	-1,4	-9,3	1,5	-11,2	5,4	-52,4	50,5	-1,8	9,7	-0,7	5,8
dic.	0,7	0,6	3,4	0,6	-3,8	0,9	1,6	6,9	-15,9	11,1	2,5	1,4	7,8	-8,5
2009 gen.	-18,2	-9,1	2,6	-2,0	-9,8	0,5	-17,7	54,2	-19,5	-3,3	5,9	65,7	5,4	-36,4
	<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>													
2009 gen.	-70,4	-5,2	50,2	-23,9	-91,4	11,6	-58,8	258,7	-236,7	347,1	20,6	120,8	6,9	-199,9

F31 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)



Fonte: BCE

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

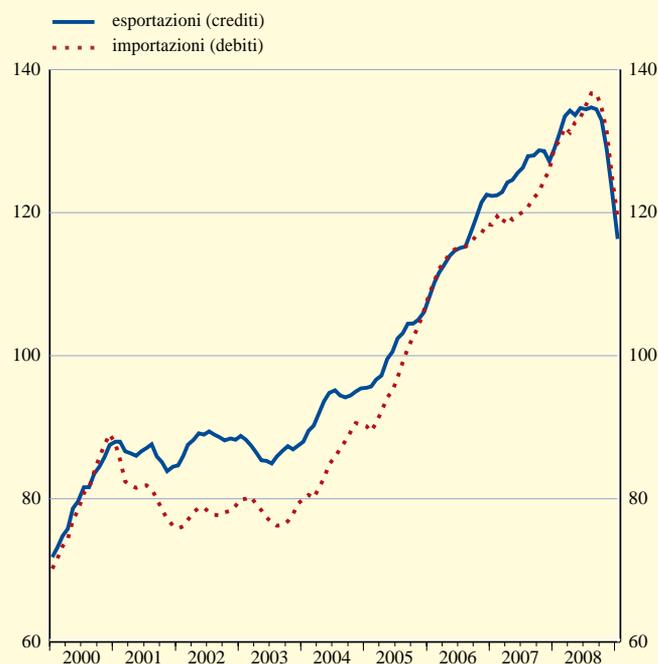
7.2 Conto corrente e conto capitale
(miliardi di euro; transazioni)

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
2006	2.429,0	2.427,6	1,4	1.396,6	1.382,4	440,2	395,6	502,4	480,8	89,8	5,4	168,8	17,3	23,9	14,6
2007	2.692,0	2.660,3	31,7	1.511,4	1.458,6	489,9	436,0	600,7	591,3	90,0	6,4	174,3	20,4	26,0	12,0
2008	2.778,4	2.845,6	-67,3	1.583,0	1.587,2	502,0	450,8	604,9	627,0	88,5	-	180,8	-	26,6	12,9
2007 4° trim.	704,6	696,0	8,7	395,3	386,5	126,6	115,3	155,7	146,7	27,0	1,6	47,4	5,6	8,8	3,5
2008 1° trim.	687,0	695,5	-8,5	390,4	391,7	116,4	104,2	153,5	145,8	26,7	1,6	53,9	5,1	9,0	2,8
2° trim.	712,4	739,9	-27,5	407,7	401,3	125,5	111,2	156,9	187,8	22,2	1,5	39,5	5,2	7,3	4,1
3° trim.	701,6	716,0	-14,4	402,5	410,5	136,1	120,7	149,2	147,3	13,9	1,8	37,5	5,3	4,9	3,0
4° trim.	677,4	694,2	-16,8	382,5	383,6	124,0	114,6	145,3	146,1	25,6	-	49,9	-	5,4	3,0
2008 nov.	214,7	227,4	-12,7	123,3	127,7	38,5	36,0	47,8	49,2	5,1	-	14,5	-	2,2	0,7
dic.	221,8	221,2	0,7	115,1	114,5	41,5	38,1	49,5	48,9	15,8	-	19,6	-	2,4	1,4
2009 gen.	180,0	198,2	-18,2	99,5	108,6	35,1	32,5	39,7	41,7	5,7	-	15,5	-	1,7	1,2
Dati destagionalizzati															
2007 4° trim.	683,1	688,6	-5,5	381,7	377,8	125,8	112,2	153,0	154,4	22,5	-	44,2	-	-	-
2008 1° trim.	706,4	715,3	-8,8	400,4	395,8	127,4	110,7	157,2	159,7	21,5	-	49,1	-	-	-
2° trim.	705,1	714,0	-8,9	403,8	399,8	125,3	113,6	152,3	156,1	23,6	-	44,4	-	-	-
3° trim.	700,0	721,0	-21,0	403,5	410,1	125,5	113,9	152,8	157,1	18,3	-	39,8	-	-	-
4° trim.	657,3	687,3	-29,9	369,5	375,3	123,1	111,5	143,4	153,7	21,3	-	46,8	-	-	-
2008 ago.	234,1	242,7	-8,7	134,3	138,2	42,9	38,1	51,3	53,5	5,6	-	12,9	-	-	-
set.	232,1	239,6	-7,5	132,9	134,9	42,1	39,0	50,4	52,2	6,6	-	13,4	-	-	-
ott.	229,2	235,8	-6,6	131,5	130,9	41,9	38,3	49,4	51,5	6,4	-	15,0	-	-	-
nov.	220,7	236,5	-15,7	122,0	128,2	41,5	38,1	50,9	54,8	6,3	-	15,3	-	-	-
dic.	207,4	215,0	-7,6	116,0	116,1	39,8	35,0	43,1	47,4	8,5	-	16,5	-	-	-
2009 gen.	199,6	212,2	-12,7	111,0	113,3	39,6	35,0	43,6	47,8	5,3	-	16,1	-	-	-

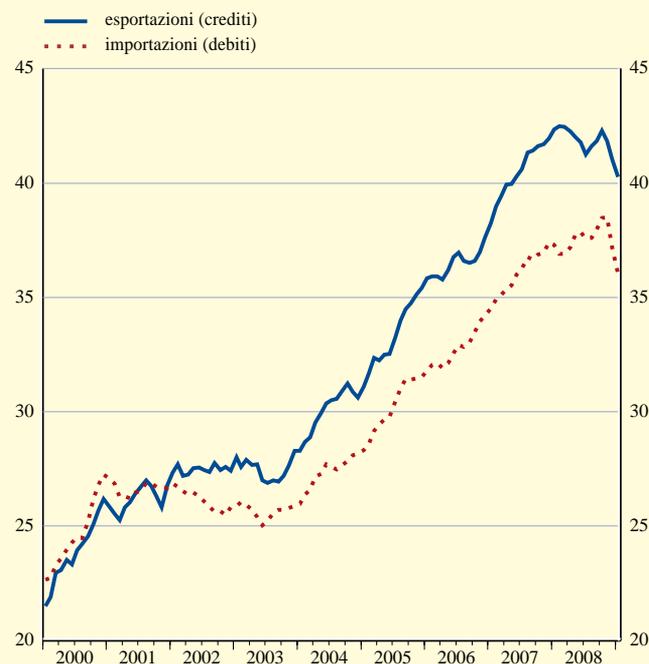
F32 Conto dei beni

(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	16,8	9,4	369,6	376,9	146,1	39,9	106,7	-13,1	16,0	16,8	31,5	70,2	82,4	80,9	93,7	102,2
2006	17,5	9,9	484,9	471,0	184,0	43,7	108,9	34,8	20,5	20,1	39,6	99,6	103,6	90,9	137,2	151,5
2007	18,2	10,4	582,6	580,9	209,0	80,4	128,2	35,0	25,9	23,4	45,5	116,5	118,7	114,4	183,5	198,4
2007 3° trim.	4,5	3,2	144,1	138,2	49,2	23,8	29,0	14,6	6,1	5,5	11,0	24,1	30,1	28,5	47,7	51,1
4° trim.	4,8	2,7	150,9	144,0	52,5	16,2	30,9	5,4	7,3	6,4	9,2	20,7	32,0	32,4	49,9	53,6
2008 1° trim.	4,8	2,0	148,8	143,8	53,3	25,7	30,2	14,3	6,8	6,1	9,6	21,0	31,4	33,4	47,8	53,2
2° trim.	4,5	2,6	152,4	185,2	54,3	16,4	35,7	6,3	7,4	6,7	14,3	58,1	29,8	31,6	46,6	53,0
3° trim.	4,5	3,1	144,7	144,2	50,3	22,1	31,0	14,9	6,9	5,8	10,1	23,8	31,4	31,4	46,0	52,2

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	2.805,6	1.040,1	60,9	87,3	538,9	294,2	58,9	40,5	38,3	85,9	33,0	56,6	101,9	185,4	411,5	812,5
Beni	1.595,8	569,5	37,0	56,6	242,5	233,4	0,0	21,9	18,7	65,8	24,9	33,7	78,5	90,8	195,3	496,6
Servizi	504,6	176,7	12,4	13,6	116,0	29,2	5,6	6,9	6,8	15,3	6,1	10,9	13,8	49,1	80,8	138,4
Redditi	615,3	228,6	10,7	15,6	167,1	28,4	6,8	11,5	12,0	4,5	1,9	11,7	9,3	39,3	128,9	167,7
da capitale	596,8	221,6	10,6	15,4	164,9	27,6	3,0	11,4	11,9	4,4	1,9	11,6	9,2	32,5	127,4	164,8
Trasferimenti correnti	89,8	65,3	0,8	1,5	13,3	3,3	46,5	0,2	0,8	0,3	0,1	0,4	0,3	6,3	6,5	9,7
Conto capitale	30,0	26,3	0,0	0,1	0,8	0,2	25,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	1,7	1,4
	Debiti															
Conto corrente	2.847,4	928,7	48,5	85,6	461,1	231,3	102,2	-	30,5	-	-	101,7	-	178,0	374,6	-
Beni	1.590,0	448,2	29,9	53,0	181,1	184,2	0,0	27,7	13,8	175,2	20,5	56,5	115,3	78,5	142,1	512,2
Servizi	451,4	138,9	9,2	10,7	88,2	30,6	0,2	5,2	6,8	10,8	4,5	7,9	9,7	38,2	91,0	138,4
Redditi	627,6	230,1	8,5	20,6	180,1	11,8	9,0	-	8,1	-	-	36,8	-	55,5	135,9	-
da capitale	617,2	223,9	8,4	20,5	178,7	7,3	9,0	-	8,0	-	-	36,7	-	55,0	135,0	-
Trasferimenti correnti	178,3	111,5	0,8	1,4	11,7	4,7	93,0	1,4	1,9	2,3	0,7	0,5	0,6	5,7	5,6	48,1
Conto capitale	13,5	2,5	0,0	0,1	1,2	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	-41,8	111,4	12,4	1,6	77,9	62,8	-43,3	-	7,7	-	-	-45,1	-	7,5	36,9	-
Beni	5,9	121,3	7,1	3,6	61,5	49,2	0,0	-5,9	5,0	-109,3	4,4	-22,8	-36,7	12,3	53,1	-15,5
Servizi	53,2	37,8	3,2	2,9	27,8	-1,5	5,4	1,7	0,0	4,5	1,6	3,0	4,1	10,9	-10,2	0,0
Redditi	-12,3	-1,5	2,2	-5,0	-13,0	16,6	-2,3	-	3,8	-	-	-25,2	-	-16,2	-6,9	-
da capitale	-20,4	-2,3	2,2	-5,1	-13,7	20,3	-6,1	-	3,9	-	-	-25,1	-	-22,5	-7,5	-
Trasferimenti correnti	-88,5	-46,2	0,0	0,1	1,6	-1,4	-46,5	-1,2	-1,1	-2,0	-0,6	-0,1	-0,3	0,5	0,9	-38,4
Conto capitale	16,5	23,8	0,0	0,0	-0,4	-0,1	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	8.602,5	9.518,4	-915,9	109,5	121,2	-11,7	2.268,7	2.235,4	3.045,0	4.080,2	-37,4	3.045,2	3.202,9	281,0
2005	10.785,2	11.605,3	-820,2	132,3	142,4	-10,1	2.790,8	2.444,3	3.887,5	5.109,1	-21,4	3.805,8	4.052,0	322,5
2006	12.258,8	13.306,1	-1.047,3	143,3	155,5	-12,2	3.131,7	2.728,7	4.371,5	5.866,5	-20,8	4.448,7	4.711,0	327,7
2007	13.750,6	14.915,4	-1.164,9	152,9	165,9	-13,0	3.526,1	3.091,6	4.653,8	6.340,0	-10,2	5.233,5	5.483,9	347,4
2008 2° trim.	13.672,9	14.835,8	-1.162,9	148,9	161,6	-12,7	3.636,2	3.097,5	4.432,8	6.044,0	-4,2	5.254,2	5.694,2	353,9
3° trim.	13.947,9	15.148,1	-1.200,1	150,8	163,8	-13,0	3.749,2	3.135,3	4.301,4	6.066,6	24,7	5.501,7	5.946,1	370,9
Variazioni nelle consistenze														
2004	740,8	888,6	-147,8	9,4	11,3	-1,9	99,2	151,2	389,4	494,0	-17,3	295,4	243,4	-25,7
2005	2.182,7	2.086,9	95,7	26,8	25,6	1,2	522,1	209,0	842,5	1.028,9	16,0	760,6	849,1	41,5
2006	1.473,6	1.700,8	-227,1	17,2	19,9	-2,7	340,9	284,3	484,0	757,4	0,6	642,9	659,0	5,2
2007	1.491,8	1.609,3	-117,5	16,6	17,9	-1,3	394,4	362,9	282,3	473,5	10,6	784,7	772,9	19,7
2008 2° trim.	-32,2	-10,6	-21,6	-1,4	-0,5	-0,9	40,4	15,5	80,3	-35,7	-12,3	-138,1	9,5	-2,5
3° trim.	275,0	312,3	-37,2	12,0	13,6	-1,6	113,1	37,8	-131,4	22,5	28,9	247,5	252,0	17,0
Transazioni														
2005	1.329,2	1.339,4	-10,2	16,3	16,4	-0,1	358,4	152,4	416,2	543,3	17,3	554,9	643,7	-17,7
2006	1.681,8	1.823,4	-141,6	19,7	21,3	-1,7	412,1	259,7	531,9	824,5	-2,9	739,8	739,2	0,9
2007	1.868,6	1.901,7	-33,0	20,8	21,1	-0,4	454,3	365,8	442,0	577,6	53,8	913,4	958,3	5,1
2008	345,6	558,3	-212,6	3,7	6,0	-2,3	332,4	51,0	-33,6	375,6	12,3	29,7	131,7	4,9
2008 2° trim.	75,3	164,5	-89,2	3,2	7,0	-3,8	40,3	-11,2	129,8	172,7	8,7	-103,5	3,0	0,0
3° trim.	123,4	160,4	-36,9	5,4	7,0	-1,6	78,2	35,8	-64,2	46,3	8,5	102,5	78,3	-1,6
4° trim.	-385,3	-299,3	-86,0	-16,3	-12,6	-3,6	63,5	-18,6	-168,9	13,3	-26,2	-255,2	-294,0	1,5
2008 set.	45,2	57,9	-12,8	.	.	.	37,3	15,8	-88,1	-14,9	0,0	97,6	57,0	-1,6
ott.	-89,4	-15,7	-73,7	.	.	.	15,8	2,0	-130,9	-10,4	-25,5	42,5	-7,3	8,6
nov.	-53,1	-47,8	-5,4	.	.	.	36,1	-16,2	-1,3	49,3	1,8	-90,4	-80,8	0,7
dic.	-242,8	-235,8	-6,9	.	.	.	11,6	-4,3	-36,7	-25,6	-2,5	-207,3	-205,9	-7,8
2009 gen.	-12,9	41,2	-54,2	.	.	.	31,1	11,6	19,5	16,1	-5,9	-52,2	13,5	-5,4
Altre variazioni														
2004	-76,9	97,0	-173,9	-1,0	1,2	-2,2	-69,8	61,8	43,6	76,2	-25,8	-11,7	-41,0	-13,3
2005	853,5	747,5	105,9	10,5	9,2	1,3	163,7	56,5	426,3	485,6	-1,4	205,7	205,4	59,2
2006	-208,2	-122,7	-85,5	-2,4	-1,4	-1,0	-71,2	24,6	-47,9	-67,1	3,4	-96,9	-80,2	4,3
2007	-376,9	-292,3	-84,5	-4,2	-3,3	-0,9	-59,9	-2,9	-159,6	-104,1	-43,2	-128,7	-185,3	14,6
Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio														
2004	-168,8	-96,4	-72,4	-2,1	-1,2	-0,9	-36,0	7,4	-62,3	-50,2	.	-61,2	-53,5	-9,4
2005	369,3	214,4	154,9	4,5	2,6	1,9	86,9	-18,2	136,8	118,1	.	126,9	114,5	18,7
2006	-321,6	-207,9	-113,8	-3,8	-2,4	-1,3	-70,7	11,7	-131,1	-118,0	.	-104,6	-101,5	-15,3
2007	-501,5	-244,1	-257,4	-5,6	-2,7	-2,9	-109,9	27,1	-194,5	-124,1	.	-182,2	-147,1	-14,9
Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi														
2004	102,1	218,6	-116,5	1,3	2,8	-1,5	30,7	25,0	100,3	193,6	-25,8	.	.	-3,1
2005	288,1	327,5	-39,4	3,5	4,0	-0,5	60,7	48,6	186,6	278,9	-1,4	.	.	42,1
2006	296,5	309,6	-13,0	3,5	3,6	-0,2	61,1	39,4	215,6	270,1	3,4	.	.	16,3
2007	169,8	-63,9	233,7	1,9	-0,7	2,6	29,6	12,3	151,7	-76,2	-43,2	.	.	31,6
Altre variazioni dovute ad altre rettifiche														
2004	-10,3	-25,2	15,0	-0,1	-0,3	0,2	-64,5	29,4	5,6	-67,2	.	49,5	12,5	-0,8
2005	195,5	205,6	-10,2	2,4	2,5	-0,1	16,0	26,1	102,9	88,6	.	78,8	90,9	-2,2
2006	-182,7	-224,4	41,7	-2,1	-2,6	0,5	-61,7	-26,5	-132,5	-219,2	.	7,8	21,4	3,7
2007	-44,9	15,7	-60,6	-0,5	0,2	-0,7	20,3	-42,3	-116,8	96,2	.	53,5	-38,2	-1,9
Tassi di crescita delle consistenze														
2004	10,3	9,1	.	.	.	.	7,8	4,2	12,8	11,5	.	11,1	9,5	-4,1
2005	14,9	13,7	.	.	.	.	15,2	6,8	13,1	12,8	.	17,6	19,5	-5,8
2006	15,7	15,8	.	.	.	.	14,9	10,6	13,9	16,3	.	19,5	18,3	0,2
2007	15,3	14,2	.	.	.	.	14,5	13,4	10,1	9,8	.	20,6	20,4	1,6
2008 2° trim.	9,9	10,0	.	.	.	.	12,1	8,2	7,6	7,0	.	9,9	14,8	1,4
3° trim.	7,8	7,5	.	.	.	.	10,9	6,6	5,2	6,4	.	7,4	9,5	-0,4
4° trim.	2,5	3,8	.	.	.	.	9,5	1,6	-1,0	6,2	.	0,6	2,5	1,4

Fonte: BCE.

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

7.3 Conto finanziario

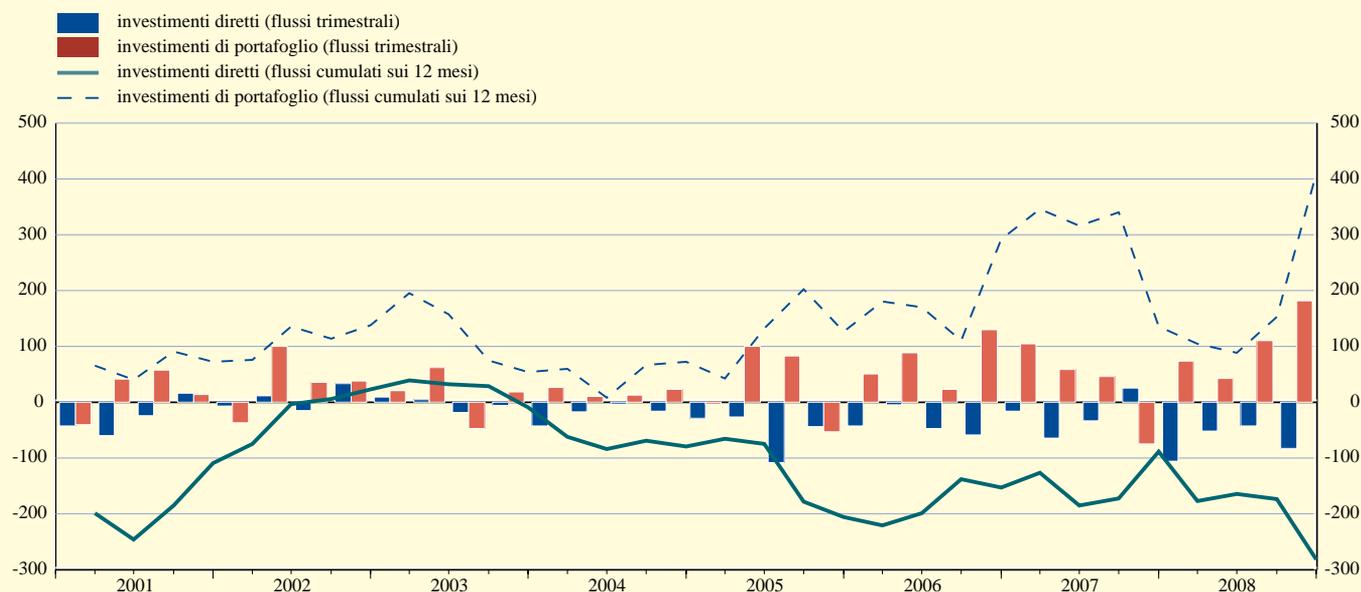
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni nel periodo)

2. Investimenti diretti

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti							
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
2006	3.131,7	2.540,4	217,4	2.323,0	591,3	2,2	589,1	2.728,7	2.091,9	65,5	2.026,4	636,8	9,7	627,1
2007	3.526,1	2.844,3	246,4	2.597,9	681,9	6,3	675,6	3.091,6	2.343,9	69,1	2.274,8	747,7	14,9	732,8
2008 2° trim.	3.636,2	2.894,2	256,6	2.637,6	742,0	6,5	735,5	3.097,5	2.340,0	64,0	2.276,0	757,6	19,1	738,5
3° trim.	3.749,2	2.984,5	257,9	2.726,7	764,7	6,7	758,1	3.135,3	2.354,9	65,4	2.289,5	780,4	18,2	762,2
Transazioni														
2007	454,3	353,5	28,2	325,3	100,8	-0,6	101,5	365,8	251,3	4,6	246,7	114,5	1,4	113,1
2008	332,4	224,6	21,4	203,2	107,8	-0,2	108,0	51,0	54,5	-1,3	55,8	-3,5	2,0	-5,5
2008 2° trim.	40,3	15,1	8,8	6,2	25,2	-1,9	27,1	-11,2	-8,1	-2,3	-5,8	-3,2	1,0	-4,2
3° trim.	78,2	59,7	-5,7	65,4	18,5	-0,4	18,9	35,8	21,3	0,7	20,6	14,5	0,5	14,0
4° trim.	63,5	36,4	8,5	27,9	27,1	-0,3	27,4	-18,6	2,7	0,3	2,4	-21,3	0,4	-21,7
2008 set.	37,3	21,0	4,9	16,1	16,3	-0,6	16,9	15,8	10,5	0,2	10,3	5,3	0,2	5,1
ott.	15,8	13,6	3,0	10,6	2,2	0,0	2,2	2,0	3,7	-0,7	4,5	-1,8	0,2	-2,0
nov.	36,1	16,3	3,1	13,2	19,8	0,2	19,6	-16,2	-5,4	0,5	-5,9	-10,8	0,2	-11,0
dic.	11,6	6,5	2,4	4,1	5,1	-0,5	5,6	-4,3	4,4	0,6	3,8	-8,8	0,0	-8,7
2009 gen.	31,1	23,1	4,3	18,8	8,0	-0,5	8,5	11,6	6,7	0,6	6,1	5,0	0,2	4,8
Tassi di crescita														
2006	14,9	14,4	22,2	13,7	17,0	-2,8	17,1	10,6	12,2	9,5	12,3	5,8	-1,0	5,9
2007	14,5	14,0	12,7	14,1	17,0	-90,3	17,3	13,4	12,0	7,4	12,2	18,0	8,7	18,2
2008 2° trim.	12,1	10,9	13,8	10,7	17,0	5,5	17,1	8,2	7,0	1,5	7,2	12,2	16,9	12,1
3° trim.	10,9	9,7	3,4	10,4	15,5	7,8	15,5	6,6	5,4	0,2	5,6	10,5	16,9	10,4
4° trim.	9,5	8,0	8,8	7,9	15,8	-4,1	16,0	1,6	2,3	-2,0	2,5	-0,4	13,0	-0,7

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					Strumenti di mercato monetario				
		Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2006	4.371,5	1.936,2	127,8	2,8	1.808,4	37,0	2.056,0	875,0	13,0	1.181,0	14,1	379,3	311,6	11,1	67,7	0,2
2007	4.653,8	1.984,7	145,2	2,4	1.839,5	44,6	2.231,5	937,4	15,5	1.294,0	16,9	437,7	350,6	33,9	87,1	0,5
2008 2° trim.	4.432,8	1.689,7	94,9	2,7	1.594,8	40,1	2.242,5	962,5	19,4	1.280,0	18,4	500,6	411,4	57,3	89,2	0,8
3° trim.	4.301,4	1.525,3	93,9	2,7	1.431,3	39,0	2.274,5	981,5	18,2	1.293,0	19,4	501,6	401,8	59,1	99,8	0,7
Transazioni																
2007	442,0	81,1	36,2	-0,4	44,9	5,4	283,4	154,1	3,8	129,3	2,2	77,4	68,5	25,0	8,9	0,3
2008	-33,6	-130,5	-65,2	0,6	-65,3	-	93,9	39,0	10,6	54,9	-	2,9	22,6	23,8	-19,7	-
2008 2° trim.	129,8	31,3	-5,5	0,1	36,8	0,8	92,2	36,8	8,2	55,3	1,5	6,3	16,1	18,8	-9,8	0,1
3° trim.	-64,2	-50,9	-4,4	0,1	-46,5	0,6	16,7	-2,5	-1,2	19,2	1,1	-29,9	-33,4	-1,4	3,5	-0,2
4° trim.	-168,9	-66,6	-14,3	0,4	-52,3	-	-54,6	-25,6	-0,5	-29,0	-	-47,6	-18,9	-0,3	-28,7	-
2008 set.	-88,1	-30,8	-9,1	0,0	-21,7	-	-2,9	-7,4	-1,0	4,5	-	-54,4	-51,8	-0,4	-2,5	-
ott.	-130,9	-48,9	-11,6	0,0	-37,3	-	-30,9	-13,1	-0,2	-17,8	-	-51,0	-30,5	0,0	-20,6	-
nov.	-1,3	-2,6	2,5	0,3	-5,2	-	-2,0	-2,5	-0,1	0,5	-	3,4	3,2	-0,3	0,2	-
dic.	-36,7	-15,0	-5,3	0,1	-9,8	-	-21,7	-10,0	-0,2	-11,7	-	0,0	8,4	0,0	-8,4	-
2009 gen.	19,5	8,0	-0,3	0,0	8,2	-	9,7	3,9	-0,7	5,7	-	1,8	-0,5	1,0	2,3	-
Tassi di crescita																
2006	13,9	9,0	17,5	0,9	8,4	22,1	17,3	24,1	15,8	12,9	9,4	21,4	22,2	220,7	20,5	-27,3
2007	10,1	4,1	29,2	-13,1	2,4	14,0	13,8	17,9	30,1	10,8	15,6	20,7	22,5	225,0	12,9	173,4
2008 2° trim.	7,6	1,5	-27,2	0,6	3,7	8,0	10,5	11,5	81,9	9,8	19,7	20,6	28,9	203,5	-10,2	-93,6
3° trim.	5,2	-2,4	-25,6	6,6	-0,7	4,5	9,8	10,4	61,6	9,4	21,6	16,2	21,9	135,5	-6,4	-94,8
4° trim.	-1,0	-7,6	-44,6	26,3	-4,4	-	4,3	4,1	48,7	4,4	-	0,8	6,5	91,1	-22,2	-

4. Investimenti di portafoglio: passività

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)											
	Totale	Azioni e altre partecipazioni			Strumenti di debito				Strumenti di mercato monetario			
		Totale	IFM	non IFM	Totale	IFM	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2006	5.866,5	2.910,8	657,6	2.253,2	2.656,9	953,8	1.705,5	1.019,2	298,8	125,7	173,2	138,0
2007	6.340,0	3.103,1	754,7	2.348,3	2.917,3	1.128,0	1.789,3	1.113,4	319,6	153,4	166,1	142,5
2008 2° trim.	6.044,0	2.661,9	738,0	1.923,9	3.016,3	1.094,1	1.922,2	1.166,1	365,9	171,4	194,5	171,0
3° trim.	6.066,6	2.383,9	741,5	1.642,4	3.227,1	1.172,0	2.055,0	1.265,3	455,6	177,6	278,1	229,9
Transazioni												
2007	577,6	96,1	76,1	19,6	445,6	232,5	213,1	152,0	35,9	37,7	-1,8	3,2
2008	375,6	-65,7	76,2	-141,8	280,9	57,2	223,6	-	160,4	-44,3	204,7	-
2008 2° trim.	172,7	-17,9	17,0	-34,9	169,8	68,0	101,7	43,9	20,9	2,2	18,6	10,7
3° trim.	46,3	-92,6	-18,4	-74,3	69,8	11,9	57,9	56,5	69,1	-4,3	73,4	53,0
4° trim.	13,3	-1,0	4,4	-5,4	-38,3	-45,7	7,4	-	52,6	-46,2	98,8	-
2008 set.	-14,9	-88,7	-	-	29,2	-	-	-	44,6	-	-	-
ott.	-10,4	-42,7	-	-	-22,9	-	-	-	55,2	-	-	-
nov.	49,3	33,4	-	-	19,6	-	-	-	-3,8	-	-	-
dic.	-25,6	8,3	-	-	-35,0	-	-	-	1,1	-	-	-
2009 gen.	16,1	-43,8	-	-	30,5	-	-	-	29,4	-	-	-
Tassi di crescita												
2006	16,3	12,2	17,3	10,7	23,1	26,0	21,4	15,1	0,9	18,8	-9,7	-12,1
2007	9,8	3,3	11,3	0,9	16,8	24,6	12,5	15,0	11,8	30,5	0,3	3,8
2008 2° trim.	7,0	0,1	11,4	-3,5	14,1	16,1	12,9	16,2	7,5	21,0	0,2	2,7
3° trim.	6,4	-3,6	5,0	-6,6	14,1	12,5	15,0	18,1	24,8	17,6	33,2	27,9
4° trim.	6,2	-2,7	10,1	-6,9	9,8	5,2	12,6	-	48,0	-25,1	122,4	-

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	4.448,7	14,1	12,7	1,4	2.937,6	2.874,9	62,8	120,0	14,2	58,2	15,4	1.377,1	187,9	1.062,1	395,6
2007	5.233,5	39,1	37,7	1,4	3.342,5	3.271,4	71,1	107,1	12,7	48,1	13,5	1.744,8	191,1	1.387,7	441,7
2008 2° trim.	5.254,2	34,9	34,0	0,9	3.354,6	3.278,4	76,2	106,0	12,4	47,7	16,9	1.758,6	200,4	1.355,3	381,9
3° trim.	5.501,7	34,2	33,2	1,0	3.554,1	3.478,3	75,8	100,1	12,3	39,4	8,7	1.813,3	202,1	1.387,9	384,1
Transazioni															
2007	913,4	22,0	22,0	0,0	550,4	543,2	7,2	-7,6	-1,4	-7,1	-2,0	348,7	13,4	293,4	37,5
2008	29,7	-9,7	-	-	-36,0	-	-	-6,4	-	-	-5,9	81,8	-	-	-47,1
2008 2° trim.	-103,5	-9,3	-9,3	0,0	-102,5	-103,4	1,0	6,2	-0,4	5,9	5,6	2,1	10,7	-21,1	-48,2
3° trim.	102,5	-1,9	-1,9	0,0	81,4	81,4	0,0	-8,0	-0,1	-8,8	-8,3	31,0	4,4	6,8	-2,5
4° trim.	-255,2	-7,6	-	-	-232,7	-	-	0,3	-	-	-2,0	-15,2	-	-	-5,4
2008 set.	97,6	-0,2	-	-	72,2	-	-	1,9	-	-	1,1	23,8	-	-	3,5
ott.	42,5	-5,9	-	-	26,7	-	-	0,3	-	-	-2,8	21,4	-	-	14,9
nov.	-90,4	1,5	-	-	-89,6	-	-	7,3	-	-	8,1	-9,6	-	-	0,5
dic.	-207,3	-3,2	-	-	-169,8	-	-	-7,3	-	-	-7,2	-27,0	-	-	-20,8
2009 gen.	-52,2	-2,4	-	-	-51,3	-	-	13,4	-	-	11,3	-11,9	-	-	-5,8
Tassi di crescita															
2006	19,5	-37,6	-40,0	1,6	21,1	21,4	10,6	-5,5	-26,1	-4,4	24,4	20,1	3,4	24,6	8,6
2007	20,6	157,3	173,8	-1,7	18,8	19,0	11,3	-6,4	-9,8	-12,4	-13,1	25,2	7,3	27,4	9,5
2008 2° trim.	9,9	25,4	26,9	-1,1	7,5	7,5	6,3	-12,1	-9,9	-23,0	-34,1	16,3	12,2	15,8	-10,1
3° trim.	7,4	2,0	2,3	0,3	7,6	7,6	10,4	-5,2	-8,9	-13,6	-31,3	7,9	13,8	3,6	-12,3
4° trim.	0,6	-28,2	-	-	-1,1	-	-	-6,0	-	-	-46,3	4,7	-	-	-10,7

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	4.711,0	116,3	116,1	0,2	3.484,8	3.430,4	54,5	51,6	0,0	47,5	4,1	1.058,2	146,8	819,6	91,7
2007	5.483,9	201,7	201,4	0,2	3.938,7	3.871,7	67,0	51,8	0,0	46,6	5,2	1.291,7	158,4	1.024,1	109,3
2008 2° trim.	5.694,2	258,5	258,3	0,3	4.079,0	4.010,1	68,8	49,9	0,0	46,3	3,6	1.306,8	169,7	1.032,7	104,4
3° trim.	5.946,1	371,8	371,4	0,3	4.195,9	4.126,5	69,4	52,6	0,0	48,6	4,0	1.325,9	171,5	1.042,3	112,1
Transazioni															
2007	958,3	91,4	91,4	0,0	634,7	629,9	4,8	-1,2	0,0	-2,1	0,8	233,5	9,8	227,6	-3,9
2008	131,7	280,1	-	-	-194,8	-	-	8,8	-	-	-	37,6	-	-	-
2008 2° trim.	3,0	42,0	42,1	-0,1	-25,5	-23,4	-2,1	-1,0	0,0	-1,5	0,4	-12,5	6,1	-11,7	-6,9
3° trim.	78,3	107,8	107,7	0,1	-27,4	-30,4	3,0	2,0	0,0	2,0	0,1	-4,2	1,3	-8,2	2,8
4° trim.	-294,0	110,7	-	-	-425,6	-	-	8,9	-	-	-	12,0	-	-	-
2008 set.	57,0	107,1	-	-	-47,0	-	-	1,9	-	-	-	-5,1	-	-	-
ott.	-7,3	130,9	-	-	-179,5	-	-	6,8	-	-	-	34,5	-	-	-
nov.	-80,8	-31,5	-	-	-56,8	-	-	2,7	-	-	-	4,9	-	-	-
dic.	-205,9	11,4	-	-	-189,3	-	-	-0,6	-	-	-	-27,4	-	-	-
2009 gen.	13,5	-59,2	-	-	101,0	-	-	2,1	-	-	-	-30,4	-	-	-
Tassi di crescita															
2006	18,3	22,4	22,4	5,7	16,1	16,2	13,3	3,7	-24,1	4,3	-3,2	26,9	9,7	31,6	17,5
2007	20,4	79,2	79,4	-6,9	18,3	18,5	8,8	-2,3	29,1	-4,2	16,4	21,6	6,7	27,8	-2,3
2008 2° trim.	14,8	72,5	72,7	-6,3	11,7	11,9	3,1	-9,3	26,4	-7,2	-30,3	18,5	10,3	23,7	-8,8
3° trim.	9,5	126,0	126,2	10,3	7,2	7,2	5,9	-10,8	59,7	-8,0	-36,0	2,5	9,4	2,7	-7,6
4° trim.	2,5	141,0	-	-	-4,9	-	-	16,7	-	-	-	2,9	-	-	-

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 onces			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 dic.	383,9	217,0	349,190	4,7	7,3	154,8	7,6	8,0	129,5	-	-	-	9,7	0,1	253,6	-245,4	
2009 gen.	409,9	251,2	350,157	5,0	7,7	145,9	6,1	6,2	137,0	-	-	-	-3,4	0,1	213,4	-197,4	
feb.	419,7	263,1	349,401	5,0	7,6	144,0	6,7	5,8	135,1	-	-	-	-3,7	0,1	171,2	-153,8	
	Transazioni																
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	4,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
2008 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	-	-	
4° trim.	1,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	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 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	-	-	-	
4° trim.	1,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro, consistenze a fine periodo, transazioni nel periodo)

8. Scomposizione geografica

	Totale	Unione europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Cina	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2007	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
Investimenti diretti	434,6	-97,4	-4,0	-32,9	-277,8	217,6	-0,3	23,7	27,0	-11,0	112,6	-67,4	-37,4	-0,2	484,6
All'estero	3.526,1	1.285,8	37,1	82,5	916,2	249,9	0,0	91,6	30,7	69,1	350,1	684,4	391,6	0,0	622,8
Azioni/utigli reinvestiti	2.844,3	1.012,7	32,3	55,2	710,0	215,2	0,0	67,8	24,1	57,8	292,5	525,9	366,1	0,0	497,4
Debito	681,9	273,1	4,9	27,3	206,2	34,7	0,0	23,8	6,6	11,4	57,6	158,6	25,5	0,0	125,3
Nell'area dell'euro	3.091,6	1.383,2	41,2	115,4	1.194,0	32,3	0,3	67,9	3,7	80,1	237,4	751,9	429,0	0,3	138,2
Azioni/utigli reinvestiti	2.343,9	1.127,8	33,6	93,7	988,2	12,1	0,2	56,6	0,9	65,7	181,6	552,6	267,8	0,1	90,8
Debito	747,7	255,4	7,6	21,7	205,8	20,2	0,1	11,3	2,7	14,4	55,9	199,3	161,2	0,2	47,4
Investimenti di portafoglio: attività	4.653,8	1.371,3	68,2	139,3	995,5	97,8	70,6	82,5	42,0	241,9	132,4	1.493,5	630,2	26,8	633,3
Azioni	1.984,7	415,3	11,4	45,9	335,4	22,1	0,5	20,3	39,5	141,7	115,7	635,1	285,3	1,0	331,0
Strumenti di debito	2.669,2	956,0	56,8	93,4	660,1	75,6	70,1	62,3	2,5	100,2	16,6	858,4	344,9	25,9	302,4
Obbligazioni e note	2.231,5	781,0	52,7	78,2	505,6	75,0	69,4	58,6	2,2	63,5	12,9	713,3	303,1	24,8	272,0
Strumenti di mercato monetario	437,7	174,9	4,0	15,1	154,5	0,6	0,7	3,6	0,3	36,7	3,8	145,1	41,8	1,1	30,4
Altri investimenti	-250,4	-163,9	-155,4	-8,8	122,2	43,5	-165,5	-66,0	-45,3	-31,5	-54,9	-71,1	-91,2	-23,8	297,4
Attività	5.233,5	2.571,9	104,5	72,3	2.242,6	141,7	10,8	23,5	35,0	81,3	266,2	840,1	516,8	57,5	841,1
Amministrazioni pubbliche	107,1	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	40,7
IFM	3.381,6	1.916,2	86,7	52,1	1.663,5	113,0	0,8	15,0	15,3	45,0	157,5	411,6	353,5	18,7	448,8
Altri settori	1.744,8	634,1	16,9	20,1	568,8	27,5	0,9	8,5	17,9	36,1	108,6	425,4	162,0	0,5	351,6
Passività	5.483,9	2.735,8	259,8	81,0	2.120,5	98,1	176,4	89,5	80,3	112,8	321,1	911,2	608,1	81,3	543,7
Amministrazioni pubbliche	51,8	28,9	0,0	0,3	2,4	0,0	26,2	0,0	0,0	0,5	0,8	6,3	0,3	11,9	3,0
IFM	4.140,4	2.142,4	249,6	58,4	1.660,0	72,6	101,9	81,5	62,2	89,0	247,6	525,1	523,7	66,8	402,1
Altri settori	1.291,7	564,5	10,2	22,4	458,0	25,6	48,3	8,0	18,1	23,3	72,7	379,8	84,1	2,6	138,7
dal 4° trim. 2007 al 3° trim. 2008	Transazioni cumulate														
Investimenti diretti	173,6	47,4	0,7	0,3	26,7	19,6	0,0	0,4	4,4	13,7	34,0	-12,7	34,2	0,0	52,3
All'estero	370,2	77,0	2,9	9,2	38,1	26,8	0,0	5,8	4,1	13,8	44,8	59,0	80,2	0,0	85,4
Azioni/utigli reinvestiti	268,1	52,4	2,1	6,5	28,9	14,9	0,0	4,6	3,8	6,0	34,3	44,8	69,6	0,0	52,6
Debito	102,0	24,6	0,8	2,7	9,2	11,9	0,0	1,2	0,3	7,8	10,6	14,2	10,6	0,0	32,8
Nell'area dell'euro	196,5	29,6	2,2	8,8	11,3	7,2	0,0	5,4	-0,2	0,0	10,8	71,7	46,1	0,0	33,1
Azioni/utigli reinvestiti	123,7	33,9	0,6	6,1	26,2	0,9	0,0	3,3	0,1	3,3	5,0	39,5	25,5	0,0	13,2
Debito	72,8	-4,3	1,6	2,7	-14,8	6,3	0,0	2,1	-0,4	-3,2	5,8	32,3	20,6	0,0	19,9
Investimenti di portafoglio: attività	234,6	107,4	2,8	7,5	83,7	9,9	3,5	17,8	5,8	17,0	-12,3	34,1	17,2	-1,0	48,5
Azioni	-43,8	-17,0	-0,6	-4,3	-14,0	1,6	0,2	6,4	4,5	-26,5	-12,3	-17,3	20,4	-0,1	-2,0
Strumenti di debito	278,4	124,5	3,4	11,9	97,7	8,3	3,3	11,4	1,3	43,5	0,0	51,3	-3,3	-0,9	50,6
Obbligazioni e note	209,9	94,0	2,3	4,2	78,8	7,0	1,6	12,4	0,5	11,6	1,2	53,2	-14,0	0,0	50,9
Strumenti di mercato monetario	68,6	30,5	1,1	7,6	18,9	1,2	1,6	-1,0	0,8	31,9	-1,2	-1,9	10,7	-0,9	-0,4
Altri investimenti	-130,6	-169,2	30,9	2,2	-256,7	52,3	2,0	6,7	17,6	4,2	-79,1	-90,0	65,2	18,3	95,7
Attività	382,2	46,3	7,8	7,4	-37,8	62,6	6,2	2,7	8,4	26,9	-56,6	90,4	93,3	7,5	163,3
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	253,1	8,0	9,0	6,9	-70,6	58,2	4,7	3,3	5,8	29,0	-57,9	93,1	67,0	6,8	98,0
Altri settori	134,6	40,4	0,2	0,3	34,9	5,0	0,1	-0,5	2,7	-2,1	1,3	-2,8	26,3	0,0	69,4
Passività	512,8	215,5	-23,1	5,2	218,8	10,3	4,2	-3,9	-9,2	22,7	22,5	180,4	28,1	-10,8	67,6
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	0,4	-0,4
IFM	486,5	204,0	-23,6	2,0	218,3	4,8	2,4	-2,1	-10,4	24,0	26,3	180,8	11,0	-11,1	63,8
Altri settori	32,6	17,0	0,5	2,9	3,2	5,5	4,9	-1,9	1,2	-1,3	-3,9	0,4	17,0	-0,1	4,2

Fonte: BCE.

7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti ¹⁾

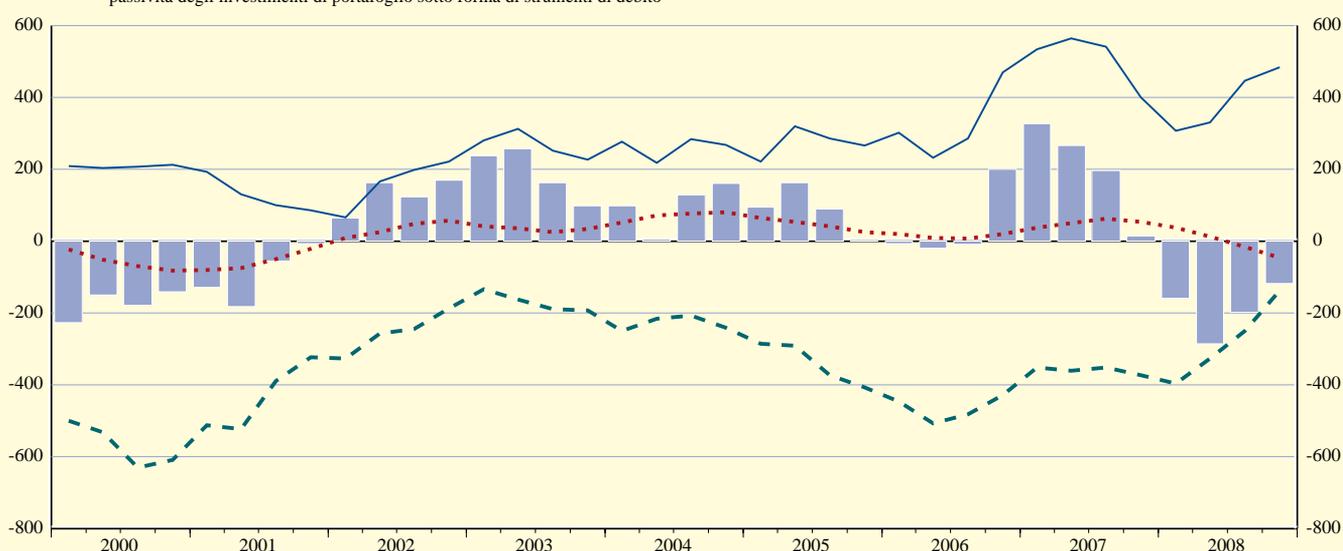
(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3											Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3
	Saldo di conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio			Altri investimenti		Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni	Totale delle colonne da 1 a 10	
		All'estero da residenti (istituzioni diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni ²⁾	Strumenti di debito ³⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2006	19,8	-381,6	264,2	-286,6	239,7	469,7	-225,9	223,7	3,2	-150,5	175,5	200,3
2007	53,4	-428,5	363,4	-184,1	50,3	399,5	-341,3	232,3	-54,1	-77,6	13,1	14,1
2008	-46,2	-311,7	48,4	30,5	-116,3	484,2	-76,1	46,9	-12,2	-158,6	-111,0	-118,2
2007 4° trim.	17,3	-107,6	126,0	-19,4	-40,8	33,2	-39,2	0,3	-19,2	62,3	13,1	-6,6
2008 1° trim.	-0,9	-138,4	44,4	-21,3	4,4	75,3	-59,0	41,3	-21,2	2,3	-73,3	-84,7
2° trim.	-22,1	-33,2	-11,5	-82,2	-34,0	163,3	-8,4	-13,4	-8,6	-64,6	-114,7	-127,1
3° trim.	-10,8	-84,5	35,2	23,9	-88,6	174,1	-23,2	-2,1	-8,7	-24,3	-9,2	21,1
4° trim.	-12,3	-55,6	-19,6	110,1	2,0	71,6	14,5	21,2	26,3	-71,9	86,2	72,5
2008 gen.	-12,1	-84,4	25,4	6,6	-10,1	52,8	3,5	27,1	-27,0	4,9	-13,2	-18,1
feb.	13,0	-34,1	18,8	-4,7	19,4	4,1	-35,7	-9,3	2,5	9,3	-16,8	-18,3
mar.	-1,8	-19,9	0,2	-23,2	-4,8	18,4	-26,8	23,5	3,3	-12,0	-43,2	-48,2
apr.	-4,4	12,4	-31,0	-20,1	-42,7	52,0	-5,5	-8,4	-2,8	-22,6	-73,0	-72,3
mag.	-20,1	-23,1	15,1	-42,9	-1,6	47,3	-2,9	-4,6	-10,3	-23,8	-67,0	-70,2
giu.	2,4	-22,5	4,5	-19,3	10,3	64,0	0,0	-0,4	4,6	-18,3	25,2	15,4
lug.	1,1	-35,7	10,6	6,2	-10,6	30,0	-2,2	12,4	0,1	-30,7	-18,7	-1,3
ago.	-8,6	-15,7	8,8	-2,2	-25,7	33,6	4,7	-11,3	-8,7	15,5	-9,5	-7,4
set.	-3,3	-33,2	15,8	19,8	-52,3	110,4	-25,8	-3,2	-0,1	-9,1	19,0	29,8
ott.	-4,2	-12,7	1,6	75,8	-42,2	59,6	-21,9	41,4	25,4	-70,2	52,5	42,6
nov.	-10,4	-32,7	-16,6	4,6	12,2	48,0	2,2	7,7	-1,8	6,5	19,5	15,6
dic.	2,2	-10,1	-4,6	29,8	32,0	-36,0	34,2	-27,8	2,7	-8,3	14,2	14,4
2009 gen.	-17,7	-27,3	11,5	-16,2	-59,9	49,0	-1,5	-28,3	5,9	-36,4	-121,1	-118,5
	<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>											
2009 gen.	-51,8	-254,6	34,4	7,7	-166,0	480,4	-81,2	-8,4	20,7	-200,0	-218,9	-218,5

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 ²⁾



Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Escluse le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari.
- 3) Esclusi i titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza fino a due anni.

7.5 Commercio di beni

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.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Manufatti	Petrolio		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2007	11,3	8,8	1.505,9	739,1	326,1	401,1	1.280,6	1.490,0	913,4	234,3	323,1	1.020,5	227,5
2008	3,9	7,3	1.561,7	768,5	333,0	409,5	1.306,9	1.592,9	1.010,2	228,1	327,1	1.022,5	287,1
2008 1° trim.	7,1	8,8	398,5	197,5	84,3	106,9	339,2	401,8	253,5	58,1	82,8	263,8	70,7
2° trim.	8,6	11,2	397,9	197,5	83,9	104,5	331,7	403,5	257,6	55,9	81,7	256,7	75,9
3° trim.	5,6	12,5	399,0	198,4	84,3	102,7	330,7	411,9	268,9	58,3	82,3	259,7	85,5
4° trim.	-5,0	-2,5	366,3	175,1	80,6	95,4	305,3	375,7	230,3	55,9	80,3	242,3	55,0
2008 ago.	-2,5	6,2	130,9	65,2	26,7	33,6	109,0	135,2	88,7	19,2	27,1	86,3	28,4
set.	9,3	15,6	133,6	65,5	29,0	34,4	110,2	136,6	88,3	19,1	27,6	86,1	26,0
ott.	0,1	3,2	129,4	63,2	28,0	33,4	107,8	132,2	83,6	18,6	27,2	83,7	23,0
nov.	-11,5	-5,3	119,8	57,2	25,7	31,3	99,1	124,7	76,4	18,9	26,7	81,0	17,4
dic.	-3,8	-6,0	117,1	54,8	26,8	30,7	98,4	118,7	70,3	18,4	26,4	77,6	14,6
2009 gen.	-24,1	-22,5	104,5	.	.	.	87,7	110,0	.	.	.	74,1	.
Indici di volume (non dest.; 2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2007	8,8	7,3	144,7	141,7	153,2	144,8	142,0	129,3	123,4	143,5	141,7	134,7	107,7
2008	1,6	-0,5	146,8	142,1	156,0	146,2	143,5	128,2	121,5	141,0	140,8	133,4	105,9
2008 1° trim.	5,0	0,4	151,4	148,7	158,5	152,9	150,2	132,4	126,5	143,0	143,3	139,1	108,8
2° trim.	7,2	2,3	150,5	147,1	158,4	149,7	147,2	130,3	123,0	140,9	144,1	137,0	102,4
3° trim.	2,7	1,2	148,6	144,5	158,1	146,0	144,8	127,2	121,0	146,3	141,3	134,9	106,5
4° trim.	-7,7	-5,8	136,5	128,0	148,9	136,2	131,7	122,7	115,4	133,8	134,4	122,5	105,8
2008 ago.	-4,8	-5,0	147,1	143,1	151,0	144,2	143,9	125,2	119,2	146,6	140,4	135,2	105,7
set.	5,8	5,0	148,6	142,4	163,8	146,2	144,1	127,4	121,3	142,2	141,1	132,7	105,7
ott.	-2,8	-3,7	144,7	138,0	156,7	143,0	140,3	126,5	119,4	137,5	138,4	128,8	107,3
nov.	-14,1	-8,9	133,7	125,0	142,5	134,0	127,9	121,1	113,6	136,0	132,8	122,0	100,4
dic.	-6,0	-4,8	131,3	121,1	147,4	131,7	126,9	120,4	113,3	127,9	131,9	116,9	109,5
2009 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Prezzi²⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	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 investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			
in perc. del totale	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2007	102,3	0,6	2,3	-0,3	0,9	2,6	0,6	105,9	0,2	2,4	-3,6	0,5	1,2	-0,3
2008	103,9	1,5	1,4	0,0	2,2	23,7	1,5	112,8	6,5	-0,1	-3,5	2,4	28,5	0,8
2008 2° trim.	104,1	1,5	0,6	-0,6	1,8	36,7	1,6	115,7	10,1	-1,4	-4,3	1,9	47,4	0,9
3° trim.	105,2	2,7	2,4	0,3	2,3	42,5	2,6	117,3	10,3	1,3	-3,6	2,3	43,3	1,9
4° trim.	103,4	1,0	2,0	1,7	3,4	-11,6	0,9	107,4	-1,2	0,5	-1,6	3,7	-8,0	0,1
2008 lug.	105,1	2,6	2,0	-0,2	2,0	47,8	2,5	118,9	11,8	0,0	-3,6	1,9	51,1	2,0
ago.	105,1	2,5	2,3	0,2	2,4	43,0	2,5	117,4	11,0	1,3	-3,8	2,3	47,1	1,9
set.	105,3	2,9	3,0	0,9	2,4	36,5	2,8	115,5	8,0	2,5	-3,2	2,5	31,6	2,0
ott.	104,7	2,4	3,0	1,7	3,5	11,2	2,2	111,5	3,3	1,5	-1,9	3,8	11,1	1,5
nov.	103,6	1,2	2,4	2,2	3,8	-16,7	1,0	107,7	-1,4	1,0	-1,2	4,4	-9,9	0,4
dic.	101,9	-0,5	0,6	1,2	2,9	-27,5	-0,6	103,0	-5,6	-1,2	-1,6	3,0	-24,0	-1,6

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.)															
2007	1.505,9	34,2	55,6	230,1	214,8	67,8	82,4	41,5	196,1	296,8	60,5	34,3	87,5	61,6	137,5
2008	1.561,7	35,2	54,2	221,6	231,1	78,4	86,1	42,8	186,9	308,9	65,5	33,7	100,7	68,0	147,8
2007 3° trim.	381,6	8,7	14,3	58,7	54,7	17,4	20,7	10,3	49,4	75,2	15,6	8,5	22,1	15,4	34,8
4° trim.	384,6	8,6	13,8	58,3	56,3	17,8	20,9	10,9	47,7	76,5	15,9	8,2	22,5	15,7	35,7
2008 1° trim.	398,5	8,9	14,0	57,2	58,9	19,9	21,3	12,2	49,6	79,5	16,9	8,7	24,1	16,3	36,5
2° trim.	397,9	9,1	14,5	58,2	59,5	20,0	22,0	11,3	47,3	77,9	16,9	8,5	24,9	16,5	36,7
3° trim.	399,0	9,1	14,1	56,4	60,0	20,7	21,8	10,8	46,3	76,8	16,0	8,3	26,5	17,8	38,7
4° trim.	366,3	8,0	11,6	49,8	52,7	17,7	21,0	8,5	43,8	74,7	15,7	8,2	25,3	17,4	35,9
2008 ago.	130,9	3,1	4,7	18,2	19,8	6,5	7,2	3,5	15,4	25,4	5,2	2,7	8,9	5,8	12,4
set.	133,6	2,9	4,6	18,7	20,1	7,0	7,3	3,5	15,7	25,5	5,2	2,7	8,8	6,1	13,2
ott.	129,4	2,9	4,4	18,3	19,3	6,7	7,2	3,2	14,9	25,2	5,5	2,7	8,5	6,2	12,6
nov.	119,8	2,5	3,8	16,1	17,3	5,4	7,0	2,7	14,8	24,8	5,3	2,7	8,3	5,3	11,8
dic.	117,1	2,6	3,4	15,3	16,1	5,6	6,8	2,6	14,1	24,7	5,0	2,7	8,4	6,0	11,5
2009 gen.	104,5	.	.	.	.	4,2	6,6	2,7	13,6	20,3	3,9	2,5	6,7	4,0	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2008	100,0	2,2	3,5	14,2	14,8	5,0	5,5	2,7	12,0	19,8	4,2	2,2	6,5	4,4	9,5
Importazioni (c.i.f.)															
2007	1.490,0	28,7	52,0	169,3	168,9	101,9	67,2	32,4	131,9	455,9	172,8	59,1	113,7	75,1	93,0
2008	1.592,9	30,2	52,1	165,3	185,4	117,5	69,5	32,2	137,1	476,8	184,1	56,7	139,6	80,7	106,5
2007 3° trim.	375,2	7,2	12,9	43,0	42,8	24,7	17,1	8,2	33,3	115,2	44,7	14,8	27,8	18,6	24,2
4° trim.	385,6	7,1	13,3	43,0	44,1	28,6	16,6	8,2	32,5	115,4	43,8	14,8	31,0	20,2	25,4
2008 1° trim.	401,8	7,4	13,7	43,7	46,5	29,4	16,8	8,6	34,7	121,1	44,9	14,8	34,4	20,2	25,5
2° trim.	403,5	7,7	13,5	42,1	47,3	30,6	17,5	8,4	33,9	119,6	44,9	14,5	36,9	19,9	26,1
3° trim.	411,9	7,9	13,4	42,1	47,6	33,4	17,8	8,1	34,9	122,7	47,6	14,0	37,6	21,0	25,2
4° trim.	375,7	7,3	11,5	37,4	44,0	24,1	17,3	7,1	33,6	113,5	46,7	13,5	30,6	19,6	29,7
2008 ago.	135,2	2,5	4,3	14,2	15,9	10,5	5,9	2,7	11,2	41,0	16,0	4,6	12,4	7,2	7,3
set.	136,6	2,6	4,5	13,9	15,8	10,8	5,9	2,7	11,6	40,3	15,9	4,7	12,3	7,1	9,0
ott.	132,2	2,4	4,3	13,9	15,5	9,4	5,9	2,5	11,0	39,5	16,0	4,6	10,8	6,6	10,5
nov.	124,7	2,4	3,7	11,9	15,0	7,9	5,8	2,5	11,2	37,8	15,5	4,5	10,2	6,6	9,7
dic.	118,7	2,4	3,5	11,6	13,5	6,8	5,7	2,1	11,4	36,2	15,2	4,4	9,6	6,3	9,6
2009 gen.	110,0	.	.	.	.	6,1	5,6	2,1	10,4	34,4	14,5	4,3	7,8	4,6	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2008	100,0	1,9	3,3	10,4	11,6	7,3	4,4	2,0	8,6	29,9	11,6	3,6	8,7	5,1	6,7
Saldo															
2007	15,9	5,5	3,6	60,8	45,9	-34,2	15,2	9,1	64,1	-159,1	-112,2	-24,8	-26,2	-13,4	44,4
2008	-31,2	5,0	2,1	56,3	45,8	-39,1	16,5	10,6	49,8	-167,9	-118,6	-23,0	-38,8	-12,7	41,3
2007 3° trim.	6,5	1,4	1,4	15,7	11,8	-7,4	3,6	2,1	16,1	-40,0	-29,2	-6,3	-5,7	-3,2	10,6
4° trim.	-0,9	1,5	0,5	15,3	12,1	-10,8	4,3	2,7	15,2	-38,9	-27,8	-6,7	-8,5	-4,6	10,3
2008 1° trim.	-3,4	1,6	0,3	13,5	12,4	-9,4	4,5	3,6	14,9	-41,5	-28,0	-6,0	-10,3	-3,9	11,0
2° trim.	-5,6	1,5	0,9	16,1	12,2	-10,6	4,5	2,9	13,4	-41,7	-28,0	-5,9	-12,0	-3,3	10,6
3° trim.	-12,9	1,3	0,7	14,3	12,4	-12,7	3,9	2,7	11,4	-45,9	-31,6	-5,7	-11,1	-3,2	13,4
4° trim.	-9,4	0,7	0,1	12,4	8,8	-6,4	3,7	1,4	10,2	-38,8	-31,1	-5,3	-5,4	-2,2	6,2
2008 ago.	-4,3	0,6	0,3	4,0	3,9	-4,0	1,3	0,8	4,3	-15,6	-10,8	-1,9	-3,5	-1,5	5,1
set.	-3,0	0,4	0,1	4,8	4,3	-3,8	1,4	0,8	4,2	-14,7	-10,6	-2,0	-3,5	-1,0	4,2
ott.	-2,8	0,5	0,2	4,4	3,8	-2,6	1,3	0,7	3,9	-14,3	-10,5	-1,8	-2,3	-0,5	2,1
nov.	-4,9	0,1	0,1	4,2	2,3	-2,5	1,2	0,2	3,6	-13,0	-10,3	-1,8	-1,9	-1,3	2,1
dic.	-1,7	0,1	-0,1	3,7	2,6	-1,3	1,1	0,5	2,7	-11,4	-10,3	-1,7	-1,2	-0,4	2,0
2009 gen.	-5,5	.	.	.	.	-1,9	1,1	0,6	3,2	-14,1	-10,6	-1,8	-1,0	-0,6	.

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	105,0	103,2	102,3	101,4	100,9	110,1	103,8
2007	107,9	109,0	107,1	106,4	104,5	104,4	114,3	107,1
2008	113,0	113,6	110,0	111,5	111,0	109,9	120,0	111,0
2008 1° trim.	112,9	113,8	111,4	111,4	110,2	109,2	119,6	111,2
2° trim.	116,0	116,6	113,1	114,4	113,6	112,7	122,9	114,0
3° trim.	114,1	114,3	110,2	112,5	112,7	110,5	120,8	111,4
4° trim.	109,1	109,6	105,1	107,8	107,4	107,0	116,7	107,5
2009 1° trim.	111,9	112,3	105,8	.	.	.	120,1	110,2
2008 mar.	114,8	115,6	113,0	-	-	-	121,8	113,3
apr.	116,3	117,0	114,0	-	-	-	123,4	114,5
mag.	115,8	116,5	113,0	-	-	-	122,7	113,8
giu.	115,8	116,4	112,4	-	-	-	122,7	113,7
lug.	116,2	116,6	112,3	-	-	-	123,2	113,8
ago.	113,9	114,1	110,2	-	-	-	120,3	111,0
set.	112,0	112,1	108,1	-	-	-	118,7	109,3
ott.	107,9	108,3	104,2	-	-	-	115,4	106,3
nov.	107,1	107,6	103,2	-	-	-	114,5	105,5
dic.	112,4	112,9	107,9	-	-	-	120,3	110,6
2009 gen.	111,9	112,3	106,5	-	-	-	119,9	110,1
feb.	110,4	110,8	104,4	-	-	-	118,6	108,8
mar.	113,3	113,6	106,4	-	-	-	121,6	111,5
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2009 mar.	2,6	2,6	2,0	-	-	-	2,6	2,5
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2009 mar.	-1,4	-1,8	-5,8	-	-	-	-0,1	-1,6

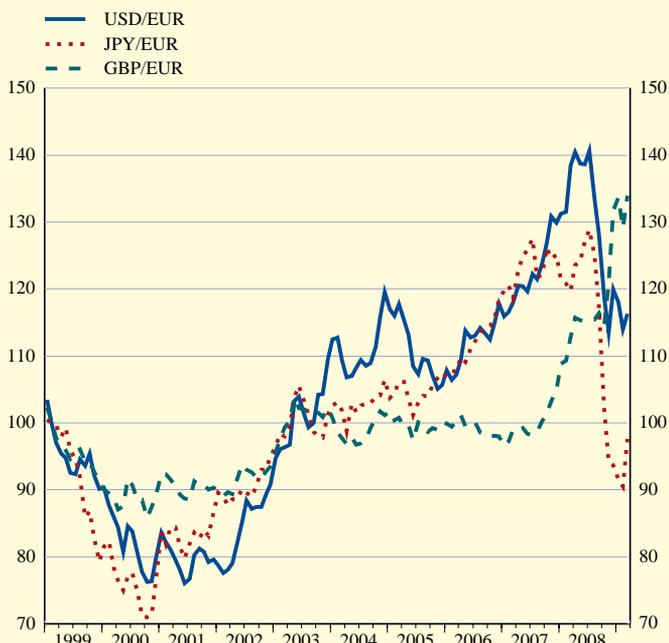
F36 Tassi di cambio effettivi

(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 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
2009 1° trim.	7,4514	10,9410	0,90878	1,3029	122,04	1,4977	1.847,59	10,1016	1,9709	1,6223	8,9472	1,9648
2008 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
feb.	7,4514	10,9069	0,88691	1,2785	118,30	1,4904	1.843,90	9,9128	1,9411	1,5940	8,7838	1,9723
mar.	7,4509	11,1767	0,91966	1,3050	127,65	1,5083	1.894,48	10,1138	1,9949	1,6470	8,8388	1,9594
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2009 mar.	0,0	2,5	3,7	2,1	7,9	1,2	2,7	2,0	2,8	3,3	0,6	-0,7
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2009 mar.	-0,1	18,9	18,7	-16,0	-18,5	-4,1	24,4	-16,3	-7,2	6,1	10,9	16,9
	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 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		
2009 1° trim.	27,601	15,6466	0,7061	3,4528	294,19	4,4988	1,9558	4,2682	7,4116	2,1635		
2008 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		
feb.	28,461	15,6466	0,7056	3,4528	298,30	4,6467	1,9558	4,2864	7,4309	2,1280		
mar.	27,231	15,6466	0,7083	3,4528	304,14	4,6210	1,9558	4,2828	7,4430	2,2340		
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2009 mar.	-4,3	0,0	0,4	0,0	2,0	-0,6	0,0	-0,1	0,2	5,0		
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2009 mar.	8,0	0,0	1,6	0,0	17,0	30,7	0,0	15,1	2,4	15,7		
	Real brasiliano ¹⁾	Yuan renminbi cinese	Corona islandese ²⁾	Rupia indiana ³⁾	Rupia indonesiana	Ringgit malese	Peso messicano ¹⁾	Dollaro neozelandese	Peso filippino	Rublo russo	Rand sudafricano	Bath thailandese
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2006	2,7333	10,0096	87,76	56,844	11.512,37	4,6044	13,6936	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594
2007	2,6594	10,4178	87,63	56,419	12.528,33	4,7076	14,9743	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214
2008	2,6737	10,2236	143,83	63,614	14.165,16	4,8893	16,2911	2,0770	65,172	36,4207	12,0590	48,475
2008 3° trim.	2,4986	10,2969	125,69	65,797	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	64,007	14.469,21	4,6798	17,1856	2,2829	63,653	35,9649	13,0786	45,904
2009 1° trim.	3,0168	8,9066	-	64,795	15.174,96	4,7259	18,7267	2,4498	62,133	44,4165	12,9740	46,038
2008 set.	2,5712	9,8252	131,33	65,412	13.430,23	4,9461	15,2805	2,1293	67,113	36,3727	11,5899	49,264
ott.	2,9112	9,1071	274,64	64,587	13.283,63	4,6895	16,8177	2,1891	63,882	35,2144	12,9341	45,872
nov.	2,8967	8,6950	242,95	62,144	14.984,85	4,5682	16,6735	2,2554	62,496	34,7964	12,8785	44,677
dic.	3,2266	9,2205	290,00	65,146	15.276,62	4,7755	18,0764	2,4119	64,505	37,8999	13,4275	47,107
2009 gen.	3,0596	9,0496	-	64,510	14.802,07	4,7291	18,3762	2,4132	62,354	42,3282	13,1255	46,218
feb.	2,9685	8,7406	-	62,885	15.233,33	4,6466	18,6536	2,4851	60,832	45,8079	12,8005	45,156
mar.	3,0198	8,9210	-	66,803	15.477,84	4,7949	19,1278	2,4527	63,105	45,1451	12,9870	46,667
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2009 mar.	1,7	2,1	-	6,2	1,6	3,2	2,5	-1,3	3,7	-1,4	1,5	3,3
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2009 mar.	14,2	-18,8	-	7,1	8,7	-3,0	14,8	26,8	-1,4	22,6	5,0	-4,5

Fonte: BCE.

- 1) Per queste valute la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2008. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.
- 2) Il tasso di cambio più recente relativo alla Corona islandese si riferisce al 3 dicembre 2008.
- 3) Per questa valuta la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2009. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.

9

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

9.1 Altri Stati membri dell'UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Bulgaria	Repubblica Ceca	Danimarca	Estonia	Lettonia	Lituania	Ungheria	Polonia	Romania	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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 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
2009 gen.	6,0	1,4	1,7	4,7	9,7	9,5	2,4	3,2	6,8	2,0	3,0
feb.	5,4	1,3	1,7	3,9	9,4	8,5	2,9	3,6	6,9	2,2	3,2
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL											
2005	1,9	-3,6	5,2	1,5	-0,4	-0,5	-7,8	-4,3	-1,2	2,4	-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 set.	5,17	4,42	4,37	-	6,60	5,45	7,99	5,89	8,32	3,90	4,57
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	4,13
dic.	7,76	4,30	3,50	-	9,03	9,00	8,31	5,70	8,38	2,67	3,37
2009 gen.	7,14	4,21	3,44	-	10,64	13,95	8,76	5,46	9,23	2,80	3,17
feb.	7,09	4,74	3,55	-	11,50	14,50	10,65	5,97	8,42	2,93	3,23
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo											
2008 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
2009 gen.	7,03	3,14	4,44	7,28	11,86	8,67	9,80	5,49	14,48	2,23	2,32
feb.	6,61	2,50	3,86	6,90	10,65	7,19	-	4,69	14,61	1,52	2,09
PIL a prezzi costanti											
2007	6,2	6,0	1,6	6,3	10,0	8,9	1,1	6,7	6,2	2,6	3,0
2008	6,0	3,2	-1,1	-3,6	-4,6	3,0	0,5	4,8	7,1	-0,2	0,7
2008 2° trim.	7,1	4,0	1,0	-1,1	-2,9	4,6	1,4	5,5	9,3	0,8	1,7
3° trim.	6,8	2,9	-1,5	-3,5	-5,6	2,0	0,4	4,9	9,2	-0,5	0,2
4° trim.	3,5	0,7	-3,6	-9,7	-10,4	-1,3	-1,3	3,1	2,9	-4,4	-1,9
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL											
2007	-27,2	-2,6	0,7	-16,9	-20,6	-12,8	-5,3	-3,6	-12,9	8,5	-2,7
2008	-24,5	-2,2	1,8	-7,7	-11,2	-9,7	-7,3	-4,4	-11,8	8,2	-1,5
2008 2° trim.	-30,3	-4,5	3,3	-9,6	-11,4	-13,5	-7,1	-4,2	-15,0	5,7	-1,3
3° trim.	-14,2	-3,0	3,4	-6,5	-11,0	-8,4	-9,2	-4,2	-10,9	9,1	-2,1
4° trim.	-28,7	-5,2	2,8	-3,5	-7,0	-2,9	-9,1	-5,0	-8,3	7,7	-1,6
Costo del lavoro per unità di prodotto											
2007	14,2	3,1	4,2	19,8	27,0	10,3	4,7	2,4	14,6	4,7	1,3
2008	16,2	3,5	7,0	17,5	23,2	10,6	4,7	6,3	15,1	2,7	2,6
2008 2° trim.	17,7	3,8	3,8	15,2	22,6	11,4	-	-	-	0,5	0,7
3° trim.	13,0	2,9	.	19,6	24,5	12,0	-	-	-	2,2	1,1
4° trim.	17,5	4,6	.	13,8	18,5	9,3	-	-	-	6,0	.
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	5,6	4,4	3,4	5,5	7,5	6,0	7,8	7,2	5,8	6,2	5,6
2008 2° trim.	5,8	4,3	3,2	4,2	6,3	4,8	7,8	7,3	5,8	5,8	5,3
3° trim.	5,3	4,3	3,3	6,3	7,5	6,3	7,8	6,9	5,7	6,1	5,8
4° trim.	5,1	4,5	3,8	7,5	10,3	8,4	8,1	6,9	5,8	6,9	6,3
2008 ott.	5,1	4,4	3,6	6,9	9,2	7,2	7,8	6,8	5,8	6,7	6,1
nov.	5,0	4,5	3,8	7,4	10,3	8,3	8,1	6,9	5,8	7,0	6,3
dic.	5,3	4,6	4,1	8,4	11,4	9,7	8,4	7,0	5,8	7,0	6,4
2009 gen.	5,3	4,9	4,4	9,1	13,0	11,6	8,4	7,1	.	7,2	.
feb.	5,5	4,9	4,8	9,9	14,4	13,7	8,7	7,4	.	7,5	.

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

9.2 Stati Uniti e Giappone

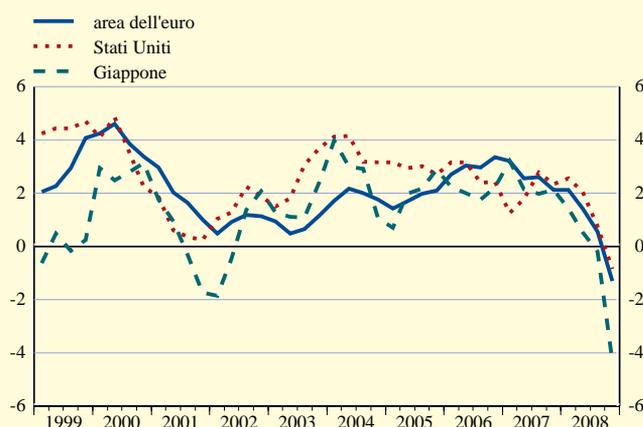
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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	2,7	4,6	5,0	5,20	5,41	1,2556	-2,2	48,5
2007	2,9	2,7	2,0	1,6	4,6	5,7	5,30	5,35	1,3705	-2,9	49,3
2008	3,8	0,9	1,1	-3,0	5,8	6,8	2,93	4,39	1,4708	.	56,8
2008 1° trim.	4,1	0,0	2,5	1,3	4,9	6,3	3,29	4,48	1,4976	-4,0	50,4
2° trim.	4,4	0,2	2,1	-0,9	5,4	6,2	2,75	4,66	1,5622	-5,7	49,6
3° trim.	5,3	1,7	0,7	-3,9	6,1	6,1	2,91	4,69	1,5050	-5,9	52,8
4° trim.	1,6	1,8	-0,8	-8,5	6,9	8,5	2,77	3,71	1,3180	.	56,8
2009 1° trim.	.	.	.	.	.	.	1,24	3,03	1,3029	.	.
2008 nov.	1,1	.	.	-8,3	6,8	8,0	2,28	3,95	1,2732	.	.
dic.	0,1	.	.	-11,3	7,2	9,9	1,83	2,75	1,3449	.	.
2009 gen.	0,0	.	.	-13,6	7,6	10,5	1,21	2,75	1,3239	.	.
feb.	0,2	.	.	-13,8	8,1	9,8	1,24	3,20	1,2785	.	.
mar.	.	.	.	.	.	.	1,27	3,15	1,3050	.	.
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	2,1	4,5	4,1	1,0	0,30	1,98	146,02	-1,6	160,0
2007	0,1	-1,9	2,4	2,8	3,8	1,6	0,79	1,89	161,25	-2,5	156,1
2008	1,4	.	-0,7	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,67	152,45	.	.
2008 1° trim.	1,0	0,1	1,4	2,3	3,9	2,2	0,92	1,61	157,80	.	.
2° trim.	1,4	0,1	0,5	1,0	4,0	2,0	0,92	1,85	163,35	.	.
3° trim.	2,2	0,8	-0,2	-1,3	4,0	2,2	0,90	1,75	161,83	.	.
4° trim.	1,0	.	-4,3	-14,8	4,0	1,8	0,96	1,46	126,71	.	.
2009 1° trim.	.	.	.	.	.	.	0,67	1,24	122,04	.	.
2008 nov.	1,0	.	.	-16,6	4,0	1,8	0,91	1,50	123,28	.	.
dic.	0,4	.	.	-20,9	4,3	1,8	0,92	1,33	122,51	.	.
2009 gen.	0,0	.	.	-31,0	4,2	1,9	0,73	1,27	119,73	.	.
feb.	-0,1	.	.	-38,5	4,4	2,1	0,64	1,20	118,30	.	.
mar.	.	.	.	.	.	.	0,62	1,26	127,65	.	.

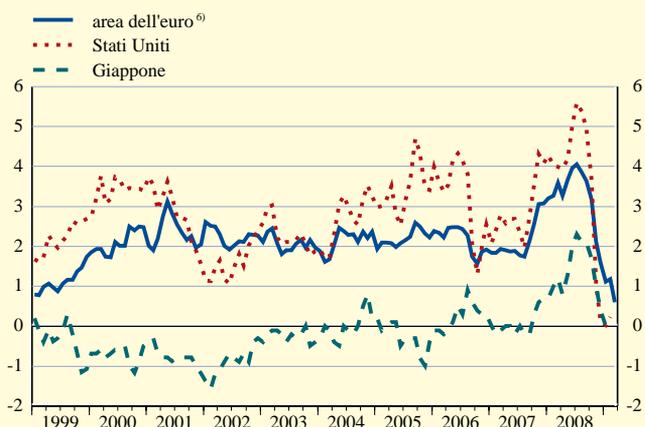
F38 PIL a prezzi costanti

(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 1° aprile 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 16 (ovvero, gli Euro 15 più la Slovacchia) per l'intera serie (composizione fissa).

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

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

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

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari denominati in euro non ché di quelli emessi da residenti nell'area dell'euro, in euro e in tutte le altre valute, sia per il totale dei titoli sia per quelli a lungo termine. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche destagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine. Questi ultimi sono calcolati sull'indice destagionalizzato delle consistenze nozionali che è stato depurato dagli effetti della stagionalità. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde e emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passività nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti

nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tasso fisso e variabile nella tavola 1 della sezione 4.2 è attribuibile alle obbligazioni a "zero coupon" e ad effetti di rivalutazione.

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi, corretti e non corretti per la stagionalità, per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza, tipo di strumento, settore emittente e valuta di denominazione). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale contrae o redime una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni. I tassi di crescita corretti sono stati annualizzati a scopo di presentazione. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.4 (bilancio finanziario e azioni quotate).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 della sezione 4.4 sono riportati i tassi di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto emittente emette o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi d'interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM

dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria.

Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad eccezione del tasso *overnight* fino a dicembre 1998, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse del mercato interbancario fino a dicembre 1998. Dal gennaio 1999, la colonna 1 riporta l'indice medio *overnight* dell'euro (Eonia). Questi sono dati di fine periodo fino al dicembre 1998; medie nel periodo indicato per i periodi successivi. I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (Euribor) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (Libor), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal Libor.

La sezione 4.7 presenta i tassi di fine periodo stimati sulla base della curva dei rendimenti nominali a breve dei titoli di debito denominati in euro con *rating* AAA emessi dalle amministrazioni centrali dell'area dell'euro. Le curve dei rendimenti sono stimate sulla base del modello

di Svensson³⁾. Sono disponibili anche gli *spreads* tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono disponibili all'indirizzo internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>, presso il quale è altresì possibile scaricare i dati giornalieri.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sul costo orario del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture sono corretti per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio

(sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n.1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine⁴⁾. A partire da gennaio 2009, per la produzione di statistiche di breve termine è stata utilizzata la classificazione delle attività economiche (NACE Rev. 2) prevista dal Regolamento (CE) n. 1893/2006 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 dicembre 2006, che definisce la classificazione statistica delle attività economiche NACE Revisione 2 e modifica il Regolamento (CEE) n. 3037/90 del Consiglio nonché alcuni regolamenti (CE) relativi a settori statistici specifici⁵⁾. 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 Rev. 2 sezioni da B a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 656/2007 del 14 giugno 2007⁶⁾. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi ex-fabbrica 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 3, 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

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. 393 del 30.12.2006, pag. 1.

6) G.U. L. 155 del 15.6.2007, pag. 3.

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.

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 lavoro⁷⁾ e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003⁸⁾. 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 (al netto delle vendite di veicoli a motore e motocicli), ad esclusione del carburante per autotrazione. 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

7) G.U. L. 69 del 13.3.2003, pag. 1.

8) G.U. L. 169 dell'8.7.2003, pag. 37.

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 2000⁹⁾, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 351/2002 della Commissione, del 25 febbraio 2002, che ha emendato il Regolamento (CE) n. 3605/93 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC95. La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 sui conti trimestrali non finanziari delle Amministrazioni pubbliche¹⁰⁾. 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 (5^a edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)¹¹⁾, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)¹²⁾. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle rispettive *Task Force* su *Portfolio investment collection systems* (giugno 2002), su *Portfolio investment income* (agosto 2003) e su *Foreign direct investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (www.cmfb.org) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics* (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p/p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task force*, è disponibile sul sito Internet della BCE.

Le tavole delle sezioni 7.1 e 7.4 seguono le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: avanzi nel conto corrente e nel conto capitale sono riportati con un segno positivo, 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

9) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

10) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

11) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

12) G.U. L. 159 del 20.6.2007, pag. 48.

sull'estero e dei relativi tassi di crescita; nelle nuove tavole, le transazioni in attività e passività che producono un incremento delle posizioni sono indicati con un segno positivo.

Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.2, la tavola 1 riporta anche dati di conto corrente corretti per la stagionalità. Laddove necessario, i dati sono corretti per tenere conto anche degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 3 della sezione 7.2 e la tavola 8 della sezione 7.3 forniscono una scomposizione della b.p.d. e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione tra stati membri dell'UE esterni all'euro e aree o paesi esterni all'Unione europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell'UE (le quali, a parte la BCE, vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica) e, per determinate finalità, anche nei confronti di centri offshore e organizzazioni internazionali. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli 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 scomposizione 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.

Nella tavola 5 della sezione 7.3 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella tavola 7 della sezione 7.3. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella sezione 7 sono conformi allo schema di riferimento sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini dell'Accordo tra le banche centrali sull'oro del 26 settembre 1999, che è stato aggiornato l'8 marzo 2004. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Trattamento statistico delle riserve ufficiali dell'Eurosistema* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

La sezione 7.4 contiene una presentazione monetaria della b.d.p dell'area dell'euro, nella quale le transazioni di b.d.p. riflettono le transazioni nella contropartita estera di M3. Tra le passività degli investimenti di portafoglio (colonne 5 e 6), le transazioni includono acquisti e vendite di azioni e titoli di debito emessi dalle IFM nell'area dell'euro, ad eccezione delle quote di fondi comuni monetari e dei titoli di debito con scadenza fino a due anni. Una nota metodologica sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE. Si veda anche il Riquadro 1 nel numero di giugno 2003 del Bollettino mensile.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La principale fonte dei dati è l'Eurostat. I dati in valore e gli indici di volume sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic cate-

gories – BEC) e corrisponde alla classificazione elementare dei beni nel Sistema dei conti nazionali. 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.

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 inclusi nelle sezioni da B a E della Classificazione statistica dei prodotti associata alle attività nella Comunità economica europea e tutti i settori istituzionali degli importatori, fatta eccezione per le famiglie, le pubbliche amministrazioni e le istituzioni senza fine 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 da B a E del NACE Rev. 2. 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 all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni seguono la classificazione dei Raggruppamenti principali di industrie (RPI) definiti nel Regolamento (CE) della Commissione n. 656/2007 del 14 giugno 2007. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 11 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

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 dagli 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, Islan-

da, 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 Buldrini, 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. Nella colonna 26 è stato inserito per la prima volta il tasso di cambio della rupia indiana nei confronti dell'euro. I valori precedenti al 1° gennaio 2009 sono tuttavia da considerarsi indicativi.

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 mar-

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.

ginale, 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 rifi-

nanziamento 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.

5 MARZO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di ridurre il tasso fisso sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, all'1,50 per cento, con effetto dalle operazioni con regolamento 11 marzo 2009. In aggiunta, ha deciso di fissare i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente, al 2,50 e allo 0,50 per cento, a decorrere dall'11 marzo 2009. Inoltre, il Consiglio direttivo ha deciso di continuare a svolgere aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo per tutte le operazioni di rifinanziamento principali, per le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale e per le operazioni di rifinanziamento a più lungo ter-

mine regolari e supplementari, finché necessario e comunque oltre la fine del 2009. In aggiunta, il Consiglio direttivo ha deciso di confermare la frequenza e il profilo di scadenza attuali delle operazioni a più lungo termine supplementari e delle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale finché necessario e comunque oltre la fine del 2009.

2 APRILE 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base all'1,25%, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 aprile 2009. In aggiunta, decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 2,25% e allo 0,25%, con effetto dall'8 aprile 2009.



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 gennaio e marzo 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.
Il finanziamento esterno delle famiglie e delle società non finanziarie: un confronto tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti, aprile 2009.
Le revisioni delle stime del PIL nell'area dell'euro, aprile 2009.
Ripartizione per funzione della spesa pubblica nell'Unione Europea, aprile 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*, di S. Kerjean, giugno 2008.
- 7 *Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects*, di P. Athanassiou e N. Mas-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.
- 101 *Housing finance in the euro area*, a cura di una Task Force del Comitato per la Politica Monetaria del Sistema Europeo di Banche Centrali, marzo 2009.

RESEARCH BULLETIN

Research Bulletin n. 7, giugno 2008.

Research Bulletin n. 8, marzo 2009.

WORKING PAPER SERIES

- 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.
- 1002 *Assessing portfolio credit risk changes in a sample of EU large and complex banking groups in reaction to macroeconomic shocks*, di O. Castrén, T. Fitzpatrick e M. Sydow, febbraio 2009.
- 1003 *Real wages over the business cycle: OECD evidence from the time and frequency domains*, di J. Messina, C. Strozzi e J. Turunen, febbraio 2009.
- 1004 *Characterising the inflation-targeting regime in South Korea*, di M. Sánchez, febbraio 2009.
- 1005 *Labour market institutions and macroeconomic volatility in a panel of OECD countries*, di F. Rumler e J. Scharler, febbraio 2009.
- 1006 *Understanding sectoral differences in downward real wage rigidity: workforce composition, institutions, technology and competition*, di P. Du Caju, C. Fuss e L. Wintr, febbraio 2009.
- 1007 *Sequential bargaining in a new-Keynesian model with frictional unemployment and staggered wage negotiation*, di G. de Walque, O. Pierrard, H. Sneessens e R. Wouters, febbraio 2009.
- 1008 *Liquidity (risk) concepts: definitions and interactions*, di K. Nikolaou, febbraio 2009.
- 1009 *Optimal sticky prices under rational inattention*, di B. Maćkowiak e M. Wiederholt, febbraio 2009.
- 1010 *Business cycles in the euro area*, di D. Giannone, M. Lenza e L. Reichlin, febbraio 2009.
- 1011 *The global dimension of inflation – evidence from factor-augmented Phillips curves*, di S. Eickmeier e K. Moll, febbraio 2009.
- 1012 *Petrodollars and imports of oil-exporting countries*, di R. Beck e A. Kamps, febbraio 2009.
- 1013 *Structural breaks, cointegration, and the Fisher effect*, di A. Beyer, A. Haug e B. Dewald, febbraio 2009.
- 1014 *Asset prices and current account fluctuations in G7 economies*, di M. Fratzscher and R. Straub, febbraio 2009.
- 1015 *Inflation forecasting in the new EU Member States*, di O. Arratibel, C. Kamps e N. Leiner-Killinger, febbraio 2009.
- 1016 *When does lumpy factor adjustment matter for aggregate dynamics?*, di S. Fahr e F. Yao, marzo 2009.
- 1017 *Optimal prediction pools*, di J. Geweke e G. Amisano, marzo 2009.
- 1018 *Cross-border mergers and acquisitions: financial and institutional forces*, di N. Coeurdacier, R. A. De Santis e A. Aviat, marzo 2009.
- 1019 *What drives returns to euro area housing? Evidence from a dynamic dividend-discount model*, di P. Hiebert e M. Sydow, marzo 2009.
- 1020 *Opting out of the Great Inflation: German monetary policy after the breakdown of Bretton Woods*, di A. Beyer, V. Gaspar, C. Gerberding e O. Issing, marzo 2009.
- 1021 *Rigid labour compensation and flexible employment? Firm-level evidence with regard to productivity for Belgium*, di C. Fuss e L. Wintr, marzo 2009.
- 1022 *Understanding inter-industry wage structures in the euro area*, di V. Genre, K. Kohn e D. Momferatou, marzo 2009.
- 1023 *Bank loan announcements and borrower stock returns: does bank origin matter?*, di S. Ongena e V. Roscovan, marzo 2009.
- 1024 *Funding liquidity risk: definition and measurement*, di M. Drehmann e K. Nikolaou, marzo 2009.
- 1025 *Liquidity risk premia in unsecured interbank money markets*, di J. Eisenschmidt e J. Tapking, marzo 2009.
- 1026 *Do house price developments spill over across euro area countries? Evidence from a global VAR*, di I. Vansteenkiste e P. Hiebert, marzo 2009.
- 1027 *Long-run evidence on money growth and inflation*, di L. Benati, marzo 2009.
- 1028 *Large debt financing: syndicated loans versus corporate bonds*, di Y. Altunba, A. Kara e D. Marqués-Ibáñez, marzo 2009.

- 1029 *The role of fiscal transfers for regional economic convergence in Europe*, di C. Checherita, C. Nickel e P. Rother, marzo 2009.
- 1030 *Forecast evaluation of small nested model sets*, di K. Hubrich e K. D. West, marzo 2009.
- 1031 *Global roles of currencies*, di C. Thimann, marzo 2009.
- 1032 *Assessing long-term fiscal developments: a new approach*, di A. Afonso, L. Agnello, D. Furceri e R. Sousa, marzo 2009.
- 1033 *Fiscal competition over taxes and public inputs: theory and evidence*, di S. Hauptmeier, F. Mittermaier e J. Rincke, marzo 2009.
- 1034 *The role of the United States in the global economy and its evolution over time*, di S. Déés e A. Saint-Guilhem, marzo 2009.
- 1035 *The role of labour markets for euro area monetary policy*, di K. Christoffel, K. Kuester e T. Linzert, marzo 2009.
- 1036 *Search in the product market and the real business cycle*, di T. Y. Mathä e O. Pierrard, marzo 2009.
- 1037 *What do asset prices have to say about risk appetite and uncertainty?*, di G. Bekaert, M. Hoerova e M. Scheicher, marzo 2009.
- 1038 *Are 'intrinsic inflation persistence' models structural in the sense of Lucas (1976)?*, di L. Benati, marzo 2009.
- 1039 *'Real Time' early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: a role for global liquidity*, di L. Alessi e C. Detken, marzo 2009.
- 1040 *The external and domestic side of macroeconomic adjustment in China*, di R. Straub e C. Thimann, marzo 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 Borghezio, Member of the European Parliament, ottobre 2008 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament, ottobre 2008 (disponibile solo online).

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).

Euro money market study 2008, febbraio 2009 (disponibile solo online).

Eurosystem oversight policy framework, febbraio 2009 (disponibile solo online).

Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments, febbraio 2009 (disponibile solo online).

European Commission's consultation on hedge funds – Eurosystem contribution, febbraio 2009 (disponibile solo online).

Guiding principles for bank asset support schemes, marzo 2009 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr José Ribeiro e Castro, Member of the European Parliament, marzo 2009 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament, marzo 2009 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Manolis Mavrommatis, Member of the European Parliament, regarding the issuance of low denomination euro banknotes, marzo 2009 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Eoin Ryan, Member of the European Parliament, concerning the recent widening of spreads between euro area government bond yields, marzo 2009 (disponibile solo online).

Eurosystem's SEPA expectations, marzo 2009 (disponibile solo online).

Housing finance in the euro area, marzo 2009 (disponibile solo online).

Euro area monetary and financial statistics: 2008 quality report, marzo 2009 (disponibile solo online).

Euro area balance of payments and international investment position statistics: 2008 quality report, marzo 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.