



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

**BOLLETTINO MENSILE  
MAGGIO**

01 | 2009

02 | 2009

03 | 2009

04 | 2009

**05 | 2009**

06 | 2009

07 | 2009

08 | 2009

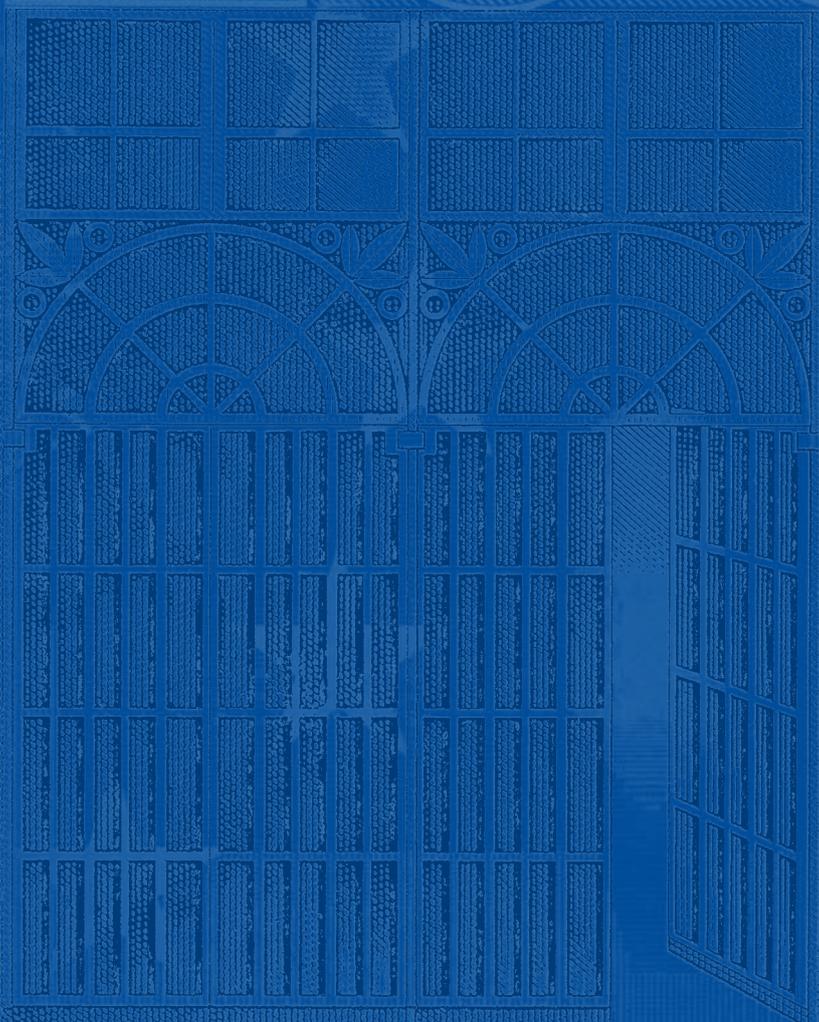
09 | 2009

10 | 2009

11 | 2009

12 | 2009

2009





BANCA CENTRALE EUROPEA  
EUROSISTEMA



## BOLLETTINO MENSILE MAGGIO 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 6 maggio 2009.*

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

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



# INDICE

<b>EDITORIALE</b>	<b>5</b>	<b>STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO</b>	<b>SI</b>
<b>ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI</b>		<b>ALLEGATI</b>	
Il contesto esterno all'area dell'euro	9	Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	I
Gli andamenti monetari e finanziari	17	Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2008	V
Prezzi e costi	47	Glossario	XIII
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	58		
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	70		
<b>Riquadri:</b>			
1 Effetti del calo delle quotazioni petrolifere sui saldi correnti di alcune economie	10		
2 Risultati dell'indagine di aprile sul credito bancario nell'area dell'euro	21		
3 I conti integrati dell'area dell'euro per il quarto trimestre del 2008	41		
4 Risultati della <i>Survey of Professional Forecasters</i> della BCE per il secondo trimestre del 2009	53		
5 Andamento recente dell'accumulazione delle scorte	59		
6 Il rallentamento nel settore delle costruzioni	64		
7 Evoluzione recente dei prezzi dell'interscambio commerciale fra l'area dell'euro e il resto del mondo e della competitività di prezzo	73		
<b>ARTICOLI</b>			
Aspettative e conduzione della politica monetaria	79		
Cinque anni di appartenenza all'UE	97		
Le agenzie di <i>rating</i> : sviluppi e questioni di <i>policy</i>	115		

## 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 7 maggio, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di ulteriori 25 punti base, all'1,00 per cento, e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 50 punti base, all'1,75 per cento, con effetto dal 13 maggio. Il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale è stato mantenuto invariato, allo 0,25 per cento. Pertanto, rispetto ai livelli dell'8 ottobre 2008, il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema registra una diminuzione totale di 325 punti base.

L'attuale livello dei tassi d'interesse di riferimento della BCE risulta adeguato tenendo conto di tutte le informazioni e analisi disponibili. Oltre a queste riduzioni, il 7 maggio il Consiglio direttivo ha deciso di portare avanti la propria linea di maggiore sostegno al credito. In continuità e coerenza con le operazioni effettuate dall'ottobre scorso e riconoscendo il ruolo centrale svolto dal sistema bancario nel finanziamento dell'economia dell'area dell'euro, l'Eurosistema condurrà operazioni finalizzate all'immissione di liquidità a più lungo termine con scadenza a un anno, mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo. Il tasso fisso applicato alla prima di queste operazioni, che verrà annunciata il 23 giugno prossimo, sarà il tasso vigente in tale data per le operazioni di rifinanziamento principali; successivamente potrà includere un premio rispetto a quest'ultimo, a seconda delle circostanze del momento.

Il Consiglio direttivo ha stabilito in linea di principio l'acquisto da parte dell'Eurosistema di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area. Le relative modalità saranno annunciate in dettaglio dopo la riunione del Consiglio direttivo prevista per il 4 giugno prossimo.

Inoltre, il Consiglio direttivo ha deciso che la Banca europea per gli investimenti verrà considerata controparte idonea nelle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema con effetto dall'8 luglio 2009, alle medesime condizioni delle altre controparti.

Tali decisioni sono state adottate per favorire la flessione in atto dei tassi a termine del mercato monetario, incoraggiare le banche a mantenere e accrescere i prestiti alla clientela, contribuire a migliorare la situazione di liquidità in segmenti importanti del mercato dei titoli di debito del settore privato, nonché allentare le condizioni di finanziamento per banche e imprese.

Le decisioni assunte tengono conto dell'aspettativa che l'andamento dei prezzi continui a essere frenato dal considerevole calo dei corsi delle materie prime osservato in passato e dal pronunciato indebolimento dell'attività nell'area dell'euro e su scala mondiale. I dati economici più recenti e i risultati delle ultime indagini congiunturali forniscono incerti segnali di stabilizzazione su livelli molto contenuti, dopo un primo trimestre nettamente più negativo delle attese. L'economia mondiale, inclusa quella dell'area dell'euro, permane in forte rallentamento, con la prospettiva di un continuo marcato ristagno della domanda sia interna che esterna nel 2009 e di una sua graduale ripresa nel corso del 2010. Questa valutazione incorpora alcuni andamenti avversi che verosimilmente si concretizzeranno nei prossimi mesi, tra i quali l'ulteriore deterioramento delle condizioni nel mercato del lavoro. Al tempo stesso 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. I risultati dell'analisi monetaria confermano l'attenuazione delle spinte inflazionistiche, in presenza di un'ulteriore decelerazione della moneta e del credito negli ultimi mesi. Sullo sfondo di questi andamenti, dopo le decisioni del 7 maggio il Consiglio direttivo si attende che la stabilità dei prezzi sia preservata a medio termine, sostenendo il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro.

Per quanto concerne l'analisi economica, in seguito alle turbolenze finanziarie l'economia dell'area dell'euro ha continuato a indebolirsi nel primo trimestre dell'anno, contestualmente alla protratta decelerazione dell'attività mondiale. L'indebolimento del primo trimestre

sembra essere assai più pronunciato di quanto previsto a marzo. Più di recente i dati delle indagini congiunturali, ancorché su livelli molto contenuti, hanno fatto emergere incerti segnali di stabilizzazione. Nel complesso, è probabile che l'attività economica risulti assai modesta nella rimanente parte dell'anno, per poi registrare una graduale ripresa nel corso del 2010. In particolare, 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 e quella esterna dovrebbero sempre più beneficiare degli effetti delle significative misure di stimolo macroeconomico in atto, nonché degli interventi finora varati per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario sia nell'area dell'euro che all'esterno.

Considerando l'insieme di tali misure e dei loro effetti, nonché la crescita marcatamente negativa del primo trimestre dell'anno e le previsioni rese note più di recente da organismi pubblici, queste prospettive restano soggette a rischi essenzialmente bilanciati. Tra i rischi al ribasso, vi sono i 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. Nel contempo, 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.

La stima rapida dell'Eurostat indica un tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC dello 0,6 per cento in aprile, invariato rispetto a marzo. Il calo dell'inflazione osservato dall'estate scorsa riflette principalmente il brusco ribasso delle quotazioni delle materie prime 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 contrazione dell'inflazione complessiva, che si manterrebbe temporaneamente su livelli negativi per qualche mese intorno alla metà dell'anno; in seguito riprenderebbe ad aumentare. Queste dinamiche di breve periodo non sono, tuttavia, rilevanti nella prospettiva della politica monetaria. In un orizzonte temporale più ampio, l'inflazione al consumo dovrebbe permanere su livelli positivi, inferiori al 2 per cento nel 2010; l'evoluzione dei prezzi sarebbe frenata dal perdurante 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 equilibrati, connessi in particolare alle prospettive per l'attività economica nonché all'evoluzione dei prezzi delle materie prime.

Passando all'analisi monetaria, i dati più recenti confermano la continua moderazione del ritmo dell'espansione di fondo della moneta, come segnalano ad esempio le contestuali ulteriori riduzioni del tasso di crescita sui dodici mesi di M3, al 5,1 per cento, e di quello dei prestiti al settore privato, al 3,2 per cento. Tale moderazione conferma la valutazione di un rientro delle pressioni inflazionistiche a medio termine.

Gli andamenti mensili di M3 e delle sue componenti hanno continuato a mostrare variabilità, a fronte della contrazione rilevata nei dati di marzo per la maggior parte delle rispettive consistenze. Questa evoluzione potrebbe in parte rispecchiare le scelte di investimento degli operatori di mercato in risposta alle passate riduzioni dei tassi d'interesse di riferimento della BCE, le quali hanno fatto diminuire la remunerazione dei depositi a breve termine e degli strumenti negoziabili e hanno favorito corrispondenti riallocazioni di fondi non solo all'interno di M3, ma anche verso strumenti non compresi nell'aggregato.

Le consistenze dei prestiti delle IFM al settore privato si sono ulteriormente ridotte a marzo, rispecchiando principalmente il dato negativo osservato per le società non finanziarie. Il minore volume del finanziamento è tuttora connesso in gran parte ai prestiti a breve scadenza, mentre per le scadenze più lunghe il flusso netto si è mantenuto positivo. È probabile che il calo dei prestiti a breve termine rifletta in larga misura la contrazione della domanda a seguito del brusco deterioramento dell'attività e delle prospettive economiche all'inizio dell'anno. I tassi di interesse sui prestiti a breve termine e quelli sui prestiti a tasso variabile erogati dalle banche a famiglie e imprese non finanziarie hanno registrato una sensibile flessione negli ultimi mesi, indicando che gli impulsi di politica monetaria continuano a trasmettersi all'economia. Nel complesso, gli ultimi dati sulla moneta e sul credito confortano la valutazione secondo cui sia le banche sia i settori detentori di moneta riducono le proprie posizioni a elevata leva finanziaria assunte negli anni scorsi.

In sintesi, le decisioni adottate il 7 maggio dal Consiglio direttivo tengono conto dell'aspettativa che l'andamento dei prezzi continui a essere frenato dal considerevole calo dei corsi delle materie prime osservato in passato e dal pronunciato indebolimento dell'attività nell'area dell'euro e su scala mondiale. I dati economici più recenti e i risultati delle ultime indagini congiunturali forniscono incerti segnali di stabilizzazione su livelli molto contenuti, dopo un primo trimestre nettamente più negativo delle attese. L'economia mondiale, inclusa quella dell'area dell'euro, permane in forte rallentamento, con la prospettiva di un continuo marcato ristagno della domanda sia interna che esterna nel 2009 e di una sua graduale ripresa nel corso del 2010. Questa valutazione incorpora alcuni andamenti avversi che verosimilmente si concretizzeranno nei prossimi mesi, tra i quali l'ulteriore deterioramento delle condizioni nel mercato del lavoro. Al tempo stesso 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 dei risultati dell'analisi

monetaria conferma l'attenuazione delle spinte inflazionistiche, in presenza di un'ulteriore decelerazione della moneta e del credito negli ultimi mesi. Sullo sfondo di questi andamenti, dopo le decisioni del 7 maggio il Consiglio direttivo si attende che la stabilità dei prezzi sia preservata a medio termine, sostenendo il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro.

Nel complesso, a partire dall'intensificarsi della crisi finanziaria nel settembre 2008 l'Eurosistema ha adottato una serie di misure la cui natura, portata e tempistica risultano senza precedenti. Questi interventi hanno determinato una chiara riduzione dei tassi di interesse del mercato monetario che le banche dell'area dell'euro utilizzano normalmente come termine di riferimento per ricalcolare le rate sui prestiti a tasso variabile e stabilire il prezzo dei nuovi prestiti a breve termine. Ciò, a sua volta, ha comportato brusche diminuzioni dei tassi su tali prestiti a favore delle famiglie e delle società non finanziarie. Dato lo sfasamento temporale con cui le decisioni di politica monetaria esplicano i propri effetti, si realizzerà progressivamente la piena trasmissione all'economia degli interventi del Consiglio direttivo. Grazie all'insieme delle misure adottate, la politica monetaria ha quindi fornito un continuo sostegno alle famiglie e alle imprese.

Quando miglioreranno le condizioni macroeconomiche, il Consiglio direttivo assicurerà che le misure intraprese e la liquidità erogata possano essere rapidamente riassorbite, al fine di contrastare in modo efficace e tempestivo qualsiasi rischio per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. 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 la finanza pubblica, le ultime proiezioni formulate per i paesi dell'area dell'euro indicano continue revisioni delle stime e delle previsioni sui saldi di bilancio. Disavan-

zi più ampi e l'incidenza sui conti pubblici delle misure di sostegno al settore finanziario determineranno un incremento significativo dei rapporti debito pubblico/PIL. Inoltre, dalle proiezioni aggiornate della Commissione europea e del Comitato di politica economica su incarico del Consiglio Ecofin emerge che per la maggior parte dei paesi costituisce un arduo compito affrontare l'impatto dell'invecchiamento demografico sui bilanci. È pertanto indispensabile che i paesi assumano un impegno risoluto e credibile a compiere un percorso di risanamento per il ripristino di solide finanze pubbliche, nel pieno rispetto del Patto di stabilità e crescita. In questo modo si manterrà viva la fiducia del pubblico nella sostenibilità dei conti e si promuoveranno la ripresa economica e la crescita nel lungo periodo. La credibilità degli impegni di risanamento risulterà rafforzata se questi saranno inquadrati nel contesto di politiche nazionali orientate al medio termine.

Passando alle politiche strutturali, ora è essenziale adoperarsi soprattutto per potenziare la ca-

pacità di adeguamento e la flessibilità dell'economia dell'area dell'euro in conformità con il principio di un'economia di mercato aperta. Ciò esorta ad accelerare l'attuazione delle riforme tanto nel mercato del lavoro, per agevolare un adeguato processo di formazione dei salari e la mobilità del lavoro a livello settoriale e regionale, quanto nei mercati dei beni e servizi, per stimolare la concorrenza e una più rapida ristrutturazione.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli. Il primo esamina il ruolo fondamentale delle aspettative, in particolare del saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine, ai fini della politica monetaria. Il secondo descrive le caratteristiche salienti, in ambito economico e istituzionale, dei dodici paesi che hanno aderito all'Unione europea nel maggio 2004 e nel gennaio 2007, mettendo in prospettiva l'evoluzione osservata a partire dal loro ingresso nell'UE. Il terzo illustra i principali sviluppi e risvolti sul piano delle politiche in relazione al trattamento normativo delle agenzie di *rating*.

## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

*Benché l'economia mondiale sia ancora caratterizzata da una profonda recessione, gli indicatori recenti segnalano che il ritmo di deterioramento dell'attività economica è diminuito. Allo stesso tempo le spinte inflazionistiche a livello internazionale si sono rapidamente attenuate, 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.*

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

Benché l'economia mondiale sia ancora caratterizzata da una profonda recessione, gli indicatori recenti segnalano che il ritmo di deterioramento dell'attività economica è diminuito. A marzo l'indice mondiale dei responsabili degli acquisti (PMI) mostrava un minore rallentamento nel settore manifatturiero e in quello dei servizi. Nell'insieme, il valore medio assunto dall'indice relativo alla produzione nel primo trimestre è stato lievemente superiore al minimo storico del periodo precedente. Il calo della produzione manifatturiera si è ulteriormente moderato in aprile.

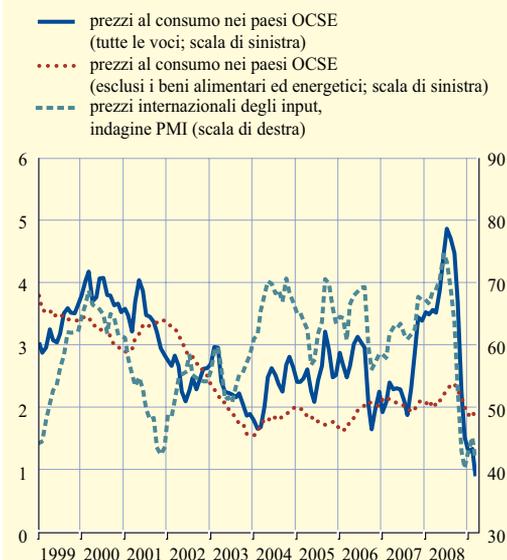
Le spinte inflazionistiche a livello mondiale si sono rapidamente attenuate, a causa di effetti base dovuti ai ribassi delle materie prime, all'indebolimento delle condizioni nel mercato del lavoro e al minor grado di utilizzo della capacità produttiva globale. Nei paesi dell'OCSE l'inflazione al consumo complessiva è stata pari allo 0,9 per cento sui dodici mesi in marzo, contro l'1,3 di febbraio, e quella calcolata al netto delle componenti alimentare ed energetica è risultata pari all'1,8 per cento. Il *Global PMI Input Prices Index* è diminuito ulteriormente in marzo, a riprova di un ulteriore deterioramento delle condizioni di costo. In aprile l'indice complessivo dei prezzi mondiali degli input nel settore manifatturiero è aumentato, pur mantenendosi su un livello storicamente basso, indicativo di nuove riduzioni dei costi della produzione in tale settore (cfr. figura 1).

#### STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'attività è rimasta debole. L'economia ha continuato a contrarsi nel primo trimestre del 2009, anche se i dati più recenti segnalano una flessione meno accentuata. Le stime preliminari per il primo trimestre mostrano un calo del PIL in termini reali pari al 6,1 per cento in ragione d'anno, contro il 6,3 del periodo precedente. Consumi delle famiglie superiori alle attese hanno limitato la contrazione, mentre la caduta degli investimenti fissi privati e dei flussi commerciali si è accentuata. Inoltre, il rapido decumulo delle scorte ha ridotto la crescita del PIL di 2,8 punti percentuali. Guardando al futuro, le prospettive per i consumi sono offuscate dal netto deterioramento delle condizioni nel mercato del lavoro e dagli effetti ricchezza negativi. Anche le esportazioni hanno evidenziato una dinamica debole, per la diminuzione dei flussi commerciali internazionali e dell'attività economica negli altri paesi. Su questo sfondo, i ribassi delle materie prime e

Figura 1 Andamenti dei prezzi internazionali

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



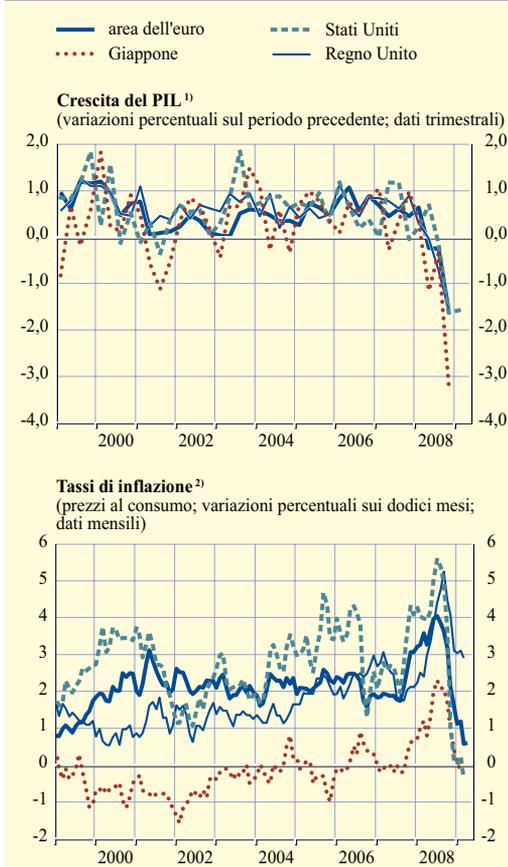
Fonti: OCSE e Markit.

le consistenti misure di stimolo adottate dovrebbero fornire un certo sostegno all'economia (cfr. il riquadro 1, che descrive l'impatto potenziale del calo delle quotazioni petrolifere nella seconda metà del 2008 sui saldi correnti di alcune economie). Inoltre, il drastico decumulo delle scorte può essere considerato un segnale positivo in prospettiva di una graduale ripresa.

Con riferimento ai prezzi, in marzo l'indice dei prezzi al consumo (IPC) è diminuito di 0,4 punti percentuali sui dodici mesi, la sua prima variazione negativa dal 1955. Ciò ha riflesso forti effetti base derivanti dai ribassi delle materie prime. Guardando al futuro, il minor grado di utilizzo della capacità produttiva dovrebbe contenere le spinte al rialzo sui prezzi. Al netto delle componenti alimentare ed energetica, l'inflazione sui dodici mesi è rimasta pari all'1,8 per cento in marzo (invariata rispetto a febbraio).

Il 29 aprile il Federal Open Market Committee ha deciso di mantenere inalterato l'obiettivo per il tasso ufficiale entro un intervallo compreso tra lo zero e lo 0,25 per cento. Per fornire un ulteriore sostegno al funzionamento dei mercati finanziari e migliorare le condizioni del credito, il Federal Reserve System si è impegnato a proseguire nell'attuazione di politiche monetarie non convenzionali in base all'entità e alla composizione del proprio bilancio.

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



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

**Riquadro 1**

**EFFETTI DEL CALO DELLE QUOTAZIONI PETROLIFERE SUI SALDI CORRENTI DI ALCUNE ECONOMIE**

Il calo dei prezzi del petrolio e di altre materie prime ha influito in misura significativa sulla dinamica della correzione dei saldi correnti a livello mondiale. I corsi petroliferi sono diminuiti di oltre il 60 per cento, a circa 50 dollari statunitensi per barile, dopo il massimo di 136 dollari del luglio 2008. Nel contempo, le maggiori economie avanzate hanno registrato un notevole miglioramento del saldo petrolifero e una riduzione del disavanzo corrente. Su tale sfondo, questo riquadro presenta alcune stime del risparmio netto che i principali importatori (l'area dell'euro e le due economie con i più ampi squilibri correnti in termini nominali, vale a dire Stati Uniti e Cina) potrebbero ottenere grazie alla recente diminuzione dei prezzi del petrolio. L'analisi si focalizza su due – possibili effetti dei più bassi corsi petroliferi sul risparmio netto dei paesi importatori: 1) diretto, ipotizzando importazioni di petrolio in volume

stabili - nel breve periodo; 2) indiretto, nel senso che le esportazioni in volume di beni dei paesi importatori di petrolio scendono – come conseguenza del calo della domanda di importazioni dei paesi esportatori di petrolio a seguito della flessione dei ricavi petroliferi<sup>1), 2)</sup>. Mentre il primo effetto tende a migliorare la posizione di conto corrente dei paesi importatori di petrolio, il secondo produce di norma il risultato opposto.

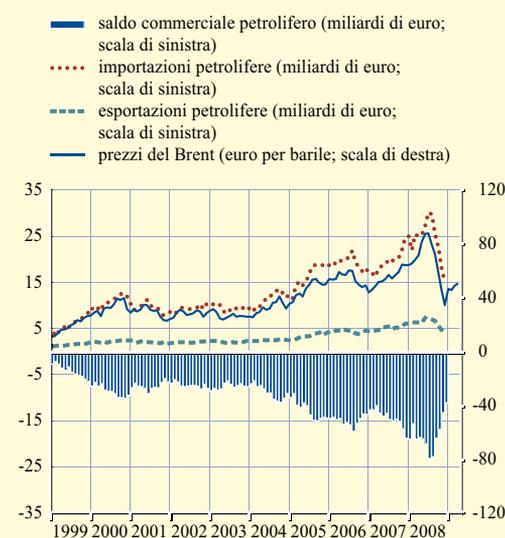
### Effetto diretto e indiretto

L'effetto diretto della caduta delle quotazioni del greggio beneficia soprattutto le economie con i volumi più elevati di importazioni di petrolio poiché, a breve termine, è probabile che il saldo petrolifero netto delle economie importatrici reagisca in misura proporzionale alla flessione dei corsi (cfr. la figura). I principali beneficiari saranno pertanto gli Stati Uniti e l'area dell'euro, che nel 2008 hanno registrato importazioni nette di petrolio rispettivamente pari a circa 386 miliardi di dollari e 217 miliardi di euro (equivalenti a 337 miliardi di dollari) (cfr. la tavola A).

Al tempo stesso l'effetto indiretto è maggiore nelle economie con volumi relativamente elevati di esportazioni di beni verso i paesi produttori di petrolio, poiché è probabile che la domanda di importazioni di questi ultimi subisca un calo. Tra le suddette economie figura l'area dell'euro, anche se in termini di valore le sue esportazioni verso i paesi produttori di petrolio corrispondono ad appena due terzi del suo conto petrolifero totale (cfr. tavola A).

### Prezzi del petrolio e saldo commerciale petrolifero dell'area dell'euro

(dati mensili)



Fonte: BCE.  
Nota: i dati sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative; l'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2008, fatta eccezione per il prezzo del Brent che si riferisce ad aprile 2009.

**Tavola A Importazioni petrolifere nette ed esportazioni di beni verso paesi esportatori di petrolio**

	Importazioni petrolifere nette nel 2008		Stima delle importazioni nette a 50 dollari per barile		Esportazioni verso paesi esportatori di petrolio nel 2007	
	miliardi di dollari USA	in percentuale del PIL	miliardi di dollari USA	in percentuale del PIL	miliardi di dollari USA	in percentuale del PIL
Area dell'euro	337	2,4	167	1,2	191	1,6
Stati Uniti	386	2,7	208	1,5	60	0,4
Cina	135	3,2	69	1,6	78	2,4
Resto del mondo	587	-	301	-	382	-
Totale	1.445	-	746	-	711	-

Fonte: stime degli esperti della BCE formulate in base a dati di: BCE, FMI World Economic Outlook e FMI Direction of Trade Statistic.  
Nota: il prezzo medio del greggio è stato di 103 dollari statunitensi per barile nel 2008.

- 1) L'analisi esclude eventuali altre variazioni relative di volume o di prezzo che potrebbero influire sulle ragioni di scambio e i tassi di cambio reali.
- 2) In questo riquadro, per "paesi esportatori di petrolio" si intendono: Norvegia, Russia e i paesi membri dell'OPEC escluso l'Iraq.

## Effetto complessivo

L'effetto complessivo dei ribassi del greggio sui saldi correnti è stimato compensando l'effetto diretto con quello indiretto. Quest'ultimo viene simulato ipotizzando diversi livelli di aggiustamento della domanda di importazioni dei paesi esportatori di petrolio. Al prezzo medio di riferimento di 50 dollari al barile, tali paesi vedrebbero diminuire le entrate di circa 700 miliardi di dollari. Le implicazioni della caduta dei prezzi per il risparmio netto dei paesi importatori di petrolio sono simulate utilizzando quattro scenari. La riduzione delle importazioni dei paesi esportatori di petrolio in rapporto al calo dei proventi petroliferi viene ipotizzata rispettivamente pari a: (a) zero (e questo costituirebbe il limite superiore dei "guadagni" possibili per i paesi importatori di petrolio); (b) circa il 20 per cento (secondo riscontri empirici di una reazione asimmetrica della domanda di importazioni dei paesi esportatori di petrolio alle variazioni positive e negative dei proventi petroliferi); (c) circa il 60 per cento (uno scenario prudente quanto ai "guadagni" potenziali per i paesi importatori di petrolio); (d) il 100 per cento (lo scenario peggiore – *worst case* – nel quale la domanda di importazioni dei paesi esportatori di petrolio scende della stessa misura dei proventi petroliferi). Lo scenario (b) si basa su stime interne della BCE, secondo le quali un calo dei corsi del greggio fa generalmente scendere le importazioni dei paesi esportatori di petrolio in una misura corrispondente a circa il 20 per cento della flessione dei proventi petroliferi, mentre un aumento le fa salire di circa il 60 per cento<sup>3)</sup> della crescita dei proventi. Quest'ultima reazione è riportata come scenario (c) allo scopo di presentare un ventaglio ampio di effetti potenziali.

**Tavola B Stima dei risparmi netti derivanti dagli effetti complessivi di una flessione sia del valore delle importazioni petrolifere sia delle esportazioni verso paesi esportatori di petrolio**

Effetto sulle importazioni: in percentuale della flessione dei ricavi petroliferi	Scenario (a) Nessuno 0%		Scenario (b) Debole 20%		Scenario (c) Forte 60%		Scenario (d) Completo 100%	
	miliardi di dollari	in percentuale del PIL	miliardi di dollari	in percentuale del PIL	miliardi di dollari	in percentuale del PIL	miliardi di dollari	in percentuale del PIL
	<b>Area dell'euro</b>							
1) effetto diretto	170	(1,2)	170	(1,2)	170	(1,2)	170	(1,2)
2) effetto indiretto	0	(0,0)	-37	(-0,3)	-121	(-0,9)	-192	(-1,4)
effetto complessivo (1+2)	170	(1,2)	134	(0,9)	49	(0,3)	-22	(-0,2)
<b>Stati Uniti</b>								
1) effetto diretto	190	(1,3)	190	(1,3)	190	(1,3)	190	(1,3)
2) effetto indiretto	0	(0,0)	-11	(-0,1)	-36	(-0,2)	-57	(-0,4)
effetto complessivo (1+2)	190	(1,3)	179	(1,2)	154	(1,1)	133	(0,9)
<b>Cina</b>								
1) effetto diretto	66	(1,4)	66	(1,4)	66	(1,4)	66	(1,4)
2) effetto indiretto	0	(0,0)	-15	(-0,3)	-49	(-1,0)	-78	(-1,6)
effetto complessivo (1+2)	66	(1,4)	51	(1,1)	17	(0,3)	-12	(-0,3)

Fonte: stime degli esperti della BCE formulate in base a dati del World Economic Outlook dell'FMI.

3) L'entità del calo della domanda di importazioni negli scenari (b) e (c) è calcolata in base ai coefficienti della regressione *panel* di 12 paesi esportatori di petrolio tra il 1980 e il 2008, da cui emerge che nei periodi di aumento dei corsi petroliferi la domanda di importazioni dei paesi esportatori cresce fino ad assorbire circa il 63 per cento degli introiti aggiuntivi e che in quelli di calo delle quotazioni scende in misura corrispondente ad appena il 19 per cento del calo dei proventi.

I suddetti effetti sono riassunti nella tavola B, dove si ipotizza che il calo della domanda di importazioni dei paesi esportatori di petrolio sia distribuito tra i partner commerciali in base alla quota di questi ultimi sul totale delle importazioni di beni (rispettivamente pari al 27, 11 e 8 per cento per area dell'euro, Cina e Stati Uniti)<sup>4)</sup>. Nello scenario estremo, in cui la domanda resta invariata, il risparmio netto dei paesi importatori di petrolio in rapporto al PIL è sostanziale e pari all'1,3 per cento negli Stati Uniti, all'1,4 per cento in Cina e all'1,2 per cento nell'area dell'euro (data l'incidenza relativamente inferiore dell'area sul totale delle importazioni nette di petrolio). Gli scenari (b) e (c), basati su riduzioni della domanda corrispondenti a circa il 20 e 60 per cento della flessione dei proventi petroliferi, comportano comunque un risparmio netto significativo per tutte e tre le regioni: esso è compreso tra lo 0,9 e l'1,2 per cento nello scenario più favorevole, ma scende allo 0,3 per cento nel caso dell'area dell'euro in quello di più forte correzione della domanda di importazioni. Il fatto che nell'area dell'euro e in Cina il risparmio netto derivante dal calo dei corsi petroliferi sia maggiormente sensibile alla correzione della domanda di importazioni dei paesi esportatori di petrolio rispecchia la maggiore importanza di questi ultimi come partner commerciali delle due economie rispetto agli Stati Uniti. Di conseguenza, nello scenario estremo seppur altamente improbabile, di una domanda che scende in misura pari al calo dei proventi petroliferi, il risparmio implicito dell'area dell'euro e della Cina potrebbe diventare negativo.

Sebbene l'analisi condotta in questo riquadro suggerisca che una flessione dei corsi petroliferi può determinare un risparmio netto sostanziale, l'entità dei potenziali benefici per l'area dell'euro e gli altri paesi importatori di petrolio dipende anche da altri fattori. In primo luogo l'effetto implicito sul risparmio netto dipende interamente dall'ipotesi di prezzo di 50 dollari al barile e, qualora le quotazioni si risollevarono in corso d'anno, potrebbe risultare diverso rispetto alle stime qui presentate. In secondo luogo l'analisi considera l'effetto potenziale dei ribassi del greggio sul risparmio netto e non tiene conto di altri fattori che influiscono sui saldi correnti, ad esempio le variazioni dei tassi di cambio e di altri prezzi relativi. Tuttavia, il punto fondamentale è che il risparmio netto delle economie importatrici di petrolio è probabilmente sostanziale anche se i paesi produttori reagiscono riducendo notevolmente la domanda di importazioni. Ciò è dovuto principalmente al fatto che nel 2008 le esportazioni di petrolio sono state di gran lunga superiori alla domanda di importazioni dei principali paesi produttori di greggio.

4) Le quote dell'interscambio si basano sui flussi commerciali bilaterali nel 2007, l'ultimo anno completo per il quale sono disponibili dati.

## GIAPPONE

In Giappone le condizioni economiche hanno continuato a deteriorarsi. L'indagine Tankan della Banca del Giappone pubblicata in marzo mostra che il clima di fiducia delle grandi imprese manifatturiere è sceso a un minimo storico, riflettendo il crollo delle esportazioni e i suoi effetti indiretti sull'economia. Il clima di fiducia dei consumatori è invece migliorato a marzo, per la prima volta dal minimo di dicembre 2008. Nel contempo il ritmo di contrazione degli scambi è lievemente diminuito: in marzo le esportazioni e le importazioni sono scese rispettivamente del 45,6 e 36,7 per cento sui dodici mesi, contro il 49,4 e 43 per cento di febbraio.

L'inflazione al consumo ha continuato a diminuire in marzo, risentendo del minor grado di utilizzo della capacità produttiva. Il tasso sui dodici mesi misurato sull'IPC complessivo è sceso a -0,3 per cento, da -0,1 in febbraio, mentre quello calcolato escludendo le componenti alimentare

ed energetica si è mantenuto negativo (-0,3 per cento). Al netto degli alimentari freschi, l'inflazione è scesa al di sotto dello zero (-0,1 per cento).

Nella riunione del 30 aprile la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato a circa lo 0,1 per cento l'obiettivo per il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale.

### REGNO UNITO

Nel Regno Unito gli indicatori più recenti confermano le attuali aspettative di una recessione pronunciata nel 2009. La stima preliminare relativa al primo trimestre pone il calo del PIL in termini reali all'1,9 per cento sul periodo precedente, superiore alle attese prevalenti dell'1,5 per cento. Il settore manifatturiero ha registrato un calo particolarmente sensibile, pari al 6,2 per cento nello stesso periodo. Negli ultimi mesi il clima di fiducia è peggiorato sia nel settore industriale sia in quello dei servizi, mentre è lievemente migliorato tra i consumatori e i venditori al dettaglio in febbraio e marzo. L'indice Halifax dei prezzi delle abitazioni ha continuato a flettere e in marzo è diminuito del 17,5 per cento sui dodici mesi. Il calo protratto delle quotazioni immobiliari, assieme alla minore domanda aggregata e alle crescenti difficoltà di finanziamento esterno, dovrebbero deprimere gli investimenti delle imprese. Si prevede che le esportazioni nette forniscano un contributo positivo alla crescita del PIL, di riflesso al sostanziale deprezzamento della sterlina. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è scesa al 2,9 per cento in marzo e dovrebbe portarsi al di sotto dell'obiettivo del 2 per cento nel corso del 2009.

Il 7 maggio, il Comitato per la politica monetaria della Banca d'Inghilterra ha deciso di lasciare invariato allo 0,5 per cento il tasso di riferimento (*bank rate*) e di espandere il programma di acquisizione di attività di 50 miliardi di sterline, per un ammontare complessivo di 125 miliardi.

### ALTRI PAESI EUROPEI

In gran parte degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro l'attività è stata debole nel primo trimestre e l'inflazione è scesa a marzo. In Svezia il PIL è diminuito del 2,4 per cento sul periodo precedente nel quarto trimestre per l'inasprimento delle condizioni finanziarie, l'indebolimento della domanda estera e l'atteggiamento più cauto delle famiglie. I medesimi fattori deprimono l'attività economica 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. Negli ultimi mesi l'inflazione misurata sullo IAPC si è mantenuta bassa sia in Svezia sia in Danimarca, scendendo rispettivamente all'1,9 e 1,6 per cento in marzo. Il 2 aprile la Danmarks Nationalbank ha abbassato il tasso di riferimento principale di 25 punti base, al 2 per cento, e il 20 aprile la Sveriges Riksbank ha ridotto il tasso sui pronti contro termine di 0,5 punti percentuali, allo 0,5 per cento.

Nel quarto trimestre in Ungheria e nella Repubblica Ceca il PIL in termini reali è sceso rispettivamente dell'1,2 e 0,9 per cento sul periodo precedente. In Romania l'attività economica ha subito una contrazione molto accentuata (2,9 per cento sul periodo corrispondente nel quarto trimestre 2008), in conseguenza del netto calo sul trimestre precedente. In Polonia la crescita ha mostrato la tenuta migliore e nel quarto trimestre era ancora positiva (0,3 per cento sul periodo precedente), poiché la domanda interna ha continuato ad aumentare più che negli altri paesi della regione. Gli indicatori congiunturali segnalano una perdurante debolezza in tutti i paesi. A marzo l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è aumentata lievemente nella Repubblica Ceca e in Polonia (portandosi rispettivamente all'1,7 e 4,0 per cento), mentre è scesa in Ungheria e in Romania (al 2,8 e 6,7 per cento).

## PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Dati preliminari segnalano che in gran parte dei paesi emergenti dell'Asia l'attività economica è stata debole nei primi mesi del 2009. Tuttavia, secondo indicatori molto recenti, la crescita del prodotto nelle economie già interessate da una contrazione nel 2008 è stata meno negativa e in alcuni casi l'attività economica si sarebbe perfino ripresa. Il commercio estero si sarebbe in particolare stabilizzato, seppur su livelli inferiori. Gli effetti sfavorevoli di secondo impatto provocati dalla crisi finanziaria mondiale, quali ad esempio l'aumento della disoccupazione e il calo della ricchezza, dovrebbero ostacolare la ripresa nei mesi a venire. L'inflazione al consumo ha continuato a moderarsi in gran parte dei paesi.

In Cina la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è scesa al 6,1 per cento nel primo trimestre, dal 6,8 per cento dell'ultimo trimestre del 2008. Tuttavia, secondo stime non ufficiali, il tasso di incremento del prodotto sul periodo precedente è aumentato lievemente nei primi mesi dell'anno. Mentre la domanda estera rimane debole, l'azione di stimolo delle politiche economiche ha favorito notevolmente la crescita degli investimenti. Nel primo trimestre gli investimenti fissi nelle zone urbane sono aumentati del 30 per cento sul periodo corrispondente. Inoltre, stando alle statistiche disponibili, i consumi interni hanno mostrato finora una tenuta sorprendente. A marzo il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sull'IPC è rimasto negativo (-1,2 per cento, contro -1,6 per cento in febbraio). L'orientamento accomodante della politica monetaria e le misure fiscali si sono riflessi in un'espansione estremamente rapida del credito. A fine marzo lo stock di prestiti risultava aumentato del 30 per cento rispetto a un anno prima.

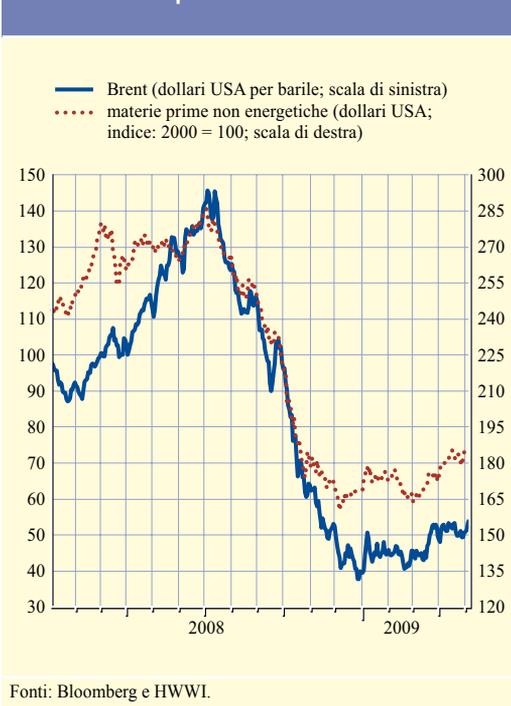
## AMERICA LATINA

In America latina l'attività economica è rimasta debole e in febbraio la produzione industriale ha registrato un calo sui dodici mesi pari all'1,5 per cento in Argentina, al 9,7 per cento in Messico e al 13,3 per cento in Brasile (in marzo). Nel contempo, nonostante il forte indebolimento dell'economia, l'inflazione è rimasta elevata nell'intera regione e scende solo gradualmente. In marzo Argentina, Brasile e Messico hanno registrato un aumento dei prezzi al consumo rispettivamente pari al 6,3, 5,7 e 6,0 per cento sui dodici mesi. Le autorità monetarie della regione restano tuttavia preoccupate per gli effetti del rallentamento economico e in aprile il Banco de México ha abbassato il tasso ufficiale di 75 punti base, al 6 per cento.

## 1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

In aprile i corsi petroliferi hanno oscillato attorno a 50 dollari statunitensi, in presenza di un calo della volatilità, e agli inizi di maggio hanno subito alcune pressioni al rialzo. Il 6 maggio il greggio di qualità Brent è stato quotato a 54,2 dollari, un valore superiore del 38 per cento rispetto agli inizi del 2009 (l'aumento espresso in euro è di circa il 44 per cento). In prospettiva

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



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 71 dollari.

Nel periodo recente i movimenti delle quotazioni petrolifere sono stati in linea con le aspettative per l'economia mondiale. Per quanto concerne i fondamentali economici, in aprile l'Agenzia internazionale per l'energia ha rivisto ulteriormente al ribasso le proiezioni per la domanda di petrolio nel 2009 e per il primo trimestre prevede un calo di 3,2 milioni di barili al giorno sul periodo corrispondente. Dal lato dell'offerta, la produzione dei paesi appartenenti all'OPEC ha continuato a scendere. Il ritmo di moderazione è tuttavia inferiore, poiché gran parte delle riduzioni concordate è già stata attuata.

I prezzi delle materie prime non energetiche sono aumentati lievemente in aprile. Quelli dei metalli hanno registrato aumenti significativi, sorretti dalla vivace domanda della Cina. Le quotazioni delle materie prime alimentari hanno invece evidenziato andamenti eterogenei. A fine aprile l'indice aggregato dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche era superiore di circa il 9 per cento rispetto all'inizio dell'anno.

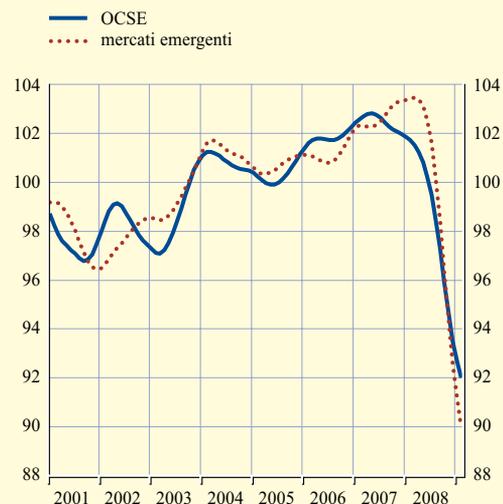
### 1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Benché gli ultimi dati disponibili segnalino un minor calo dell'interscambio mondiale nel periodo recente, le prospettive per la domanda estera di beni e servizi dell'area dell'euro restano molto deboli. L'indicatore anticipatore composito dell'OCSE relativo a febbraio continua a mostrare un forte rallentamento per tutte le economie principali. Tuttavia, in alcuni paesi si rilevano segnali di stabilizzazione.

Le prospettive per l'economia mondiale restano caratterizzate da livelli elevati di incertezza. Da un lato sussistono preoccupazioni sia in merito a 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 globali. Dall'altro possono esservi sviluppi più favorevoli del previsto, dovuti al calo dei prezzi delle materie prime nella seconda metà del 2008 e all'ampia serie di azioni intraprese sul piano delle misure di politica economica.

**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 marzo confermano la tendenza dell'aggregato monetario ampio e degli aggregati creditizi a decelerare, anche se gli andamenti a breve termine continuano a registrare una forte variabilità. In particolare a marzo hanno segnato una contrazione sia M3, sia i prestiti al settore privato; nel caso di questi ultimi l'andamento è risultato negativo anche dopo la correzione per gli effetti delle operazioni di cartolarizzazione. È probabile che questi andamenti siano largamente imputabili al marcato deterioramento dell'attività economica. Il processo di riduzione del grado di leva nel settore finanziario sembra continuare: a marzo le attività totali delle istituzioni creditizie hanno fatto osservare un deflusso, dovuto principalmente al ridimensionamento delle attività sull'estero e, in misura minore, dei prestiti.

#### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

In marzo M3 ha continuato a decelerare, facendo registrare un nuovo calo del tasso di crescita sui dodici mesi, al 5,1 per cento dal 5,8 di febbraio (cfr. figura 5). Il tasso di variazione sul mese precedente è tornato su valori negativi, a -0,4 per cento in marzo (contro 0,5 per cento in febbraio e -0,7 per cento in gennaio). Guardando oltre questa variabilità di breve periodo, il tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno conferma la marcata decelerazione della moneta dopo l'intensificarsi delle turbolenze finanziarie nel settembre del 2008.

Anche il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è calato ulteriormente, con un flusso mensile negativo persino dopo la correzione per l'effetto prodotto dalla rimozione dei prestiti cartolarizzati dai bilanci. I dati di marzo pertanto confermano che negli ultimi mesi l'attività di prestito è stata in media più contenuta. Ciò va molto probabilmente ascritto al marcato deterioramento delle prospettive di reddito e dell'attività economica negli ultimi mesi.

Il settore delle IFM ha continuato a ridurre la propria leva finanziaria a marzo, facendo registrare un'ulteriore riduzione delle attività totali delle istituzioni creditizie. Il processo ha comportato principalmente un ridimensionamento delle attività sull'estero e, in misura minore, dei prestiti.

#### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

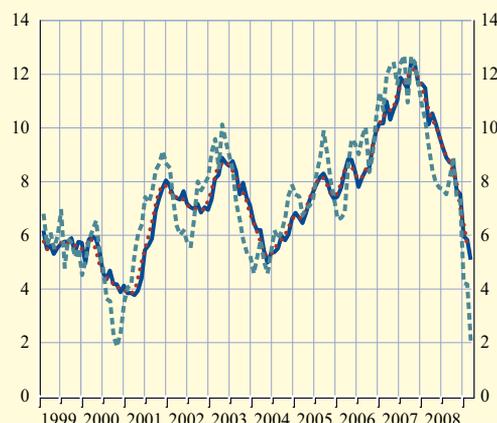
In marzo si è registrato un calo di tutte le principali componenti di M3 in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi. Tuttavia, mentre il contributo dei depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* (M2-M1) si è ridotto notevolmente, quello fornito da M1 e dagli strumenti negoziabili (M3-M2) è sceso in misura marginale.

Dopo essere aumentato per tre mesi consecutivi, il tasso di variazione sui dodici mesi di M1 è sceso in marzo al 5,9 per cento, dal 6,3 di febbraio, per effetto di un moderato rallentamento dei depositi *overnight* (cfr. tavola 1). Per contro, l'espansione delle banconote e delle monete in circolazione ha

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.

segnato un aumento, ancorché marginale. In termini di variazioni mensili, i depositi *overnight* hanno registrato un deflusso significativo, mentre il circolante ha nuovamente evidenziato un notevole flusso positivo.

La crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* si è ulteriormente moderata a marzo, al 6,4 per cento dal 7,8 di febbraio. Le componenti di questa categoria di depositi hanno continuato a mostrare andamenti divergenti; più specificatamente, l'ulteriore accelerazione dei depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi (depositi a risparmio a breve termine) è stata più che compensata dal minore tasso di incremento dei depositi con durata prestabilita fino a due anni (depositi a termine a breve scadenza).

Negli ultimi mesi gli andamenti dei depositi a breve termine sono stati ampiamente guidati da considerazioni relative alla remunerazione. In particolare, i dati disponibili sui tassi di interesse delle IFM per il periodo fino a febbraio indicano che la remunerazione di tali depositi ha continuato a diminuire, specialmente per i depositi a tempo a breve termine. Ciò spiegherebbe perché i deflussi di questi depositi sono stati particolarmente marcati in febbraio e marzo, mentre a marzo i deflussi mensili evidenziati dai depositi *overnight* sono stati più contenuti e il flusso a favore dei depositi a risparmio a breve termine è rimasto positivo, ma in calo rispetto a febbraio.

Il tasso di variazione sui dodici mesi degli strumenti negoziabili è rimasto negativo in marzo, scendendo a -1,0 per cento da -0,8 per cento in febbraio per effetto di un deflusso mensile. Riguardo alle diverse classi di strumenti, il tasso di crescita sui dodici mesi delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari è aumentato a marzo, nonostante un significativo calo degli afflussi mensili. I pronti contro termine hanno invece registrato un aumento degli afflussi mensili, che ha determinato un ulteriore incremento del tasso sui dodici mesi. Sempre in marzo i deflussi mensili relativi alle consistenze degli investimenti in titoli di debito delle IFM a breve termine (con scadenza inferiore a due

**Tavola I Tavola riepilogativa delle variabili monetarie**

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 feb.	2009 mar.
<b>M1</b>	<b>43,9</b>	<b>2,3</b>	<b>0,7</b>	<b>2,7</b>	<b>5,3</b>	<b>6,3</b>	<b>5,9</b>
Banconote e monete in circolazione	7,7	7,7	7,5	12,4	13,6	13,6	13,8
Depositi <i>overnight</i>	36,1	1,3	-0,6	0,8	3,7	4,8	4,3
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	42,2	19,6	19,1	15,8	9,3	7,8	6,4
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	24,7	40,5	37,6	29,0	12,8	9,3	6,2
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	17,5	-2,1	-1,7	-0,5	4,7	5,8	6,8
<b>M2</b>	<b>86,0</b>	<b>10,2</b>	<b>9,2</b>	<b>8,9</b>	<b>7,3</b>	<b>7,0</b>	<b>6,2</b>
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,0	10,3	8,9	4,1	-0,8	-0,8	-1,0
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>10,2</b>	<b>9,1</b>	<b>8,2</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>	<b>5,1</b>
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>		<b>9,7</b>	<b>9,1</b>	<b>7,4</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>5,2</b>
Credito alle amministrazioni pubbliche		-1,3	0,6	1,7	5,7	6,7	7,7
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		0,8	2,1	2,9	2,3	3,1	1,4
Credito al settore privato		12,0	10,9	8,6	6,0	5,7	4,7
Prestiti al settore privato		10,5	9,1	7,4	4,6	4,3	3,2
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione		11,6	10,3	8,7	6,4	6,1	5,0
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>		<b>4,4</b>	<b>3,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>

Fonte: BCE.

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

anni) sono aumentati sensibilmente, determinando un'ulteriore flessione del tasso sui dodici mesi. Le stesse IFM hanno ridotto le proprie disponibilità di questi titoli a marzo, dopo i notevoli volumi acquistati nei due mesi precedenti, e le emissioni nette (al netto dei rimborsi) sono tornate negative.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi inclusi in M3, che comprendono i depositi a breve termine e i pronti contro termine e rappresentano l'aggregato monetario più ampio per cui sono disponibili informazioni a livello settoriale, è calato ulteriormente in marzo, al 5,8 per cento dal 6,8 per cento di febbraio. Il calo va ricondotto sia alla diminuzione dei contributi forniti da tutti i settori, in particolare quello delle famiglie, sia al modesto afflusso mensile di depositi inclusi in M3. L'andamento è coerente con le ricomposizioni di portafoglio indotte dalla variazione delle remunerazioni sulle attività monetarie, ma potrebbe anche rispecchiare una diminuzione dei flussi di reddito o dei rimborsi del debito. In marzo è continuata la contrazione sui dodici mesi dei depositi inclusi in M3 detenuti dalle società non finanziarie, probabilmente di riflesso al maggiore ricorso alle riserve di liquidità in un contesto di riduzione dei flussi di cassa e di minore facilità di raccolta tramite banche o titoli. In marzo è ulteriormente diminuito anche il tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi di M3 detenuti da intermediari finanziari non monetari.

### 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, scendendo al 5,2 per cento in marzo dal 5,9 per cento di febbraio (cfr. tavola 1). L'andamento ha riflesso il perdurante rallentamento del credito al settore privato, che è stato compensato solo in parte dall'accelerazione del credito alle amministrazioni pubbliche. Il flusso positivo registrato da quest'ultimo a marzo ha rispecchiato principalmente un aumento delle acquisizioni mensili di titoli diversi da azioni effettuate dalle IFM, che ha fatto salire il tasso di crescita sui dodici mesi all'11,7 per cento, dal 9,0 per cento di febbraio. È molto probabile che questi andamenti abbiano rispecchiato la risposta delle IFM al mutato contesto dei tassi di interesse, nonché il tentativo di riallocare i portafogli crediti in base a considerazioni di rischio e di rendimento.

Il tasso di crescita sui dodici mesi del credito delle IFM al settore privato ha continuato a diminuire in marzo, al 4,7 per cento dal 5,7 per cento di febbraio. I prestiti, che rappresentano la maggiore componente di questo aggregato, hanno fatto registrare un ulteriore calo del tasso di variazione sui dodici mesi, dal 4,3 al 3,2 per cento. Il deflusso mensile registrato dai prestiti a marzo, imputabile principalmente ai prestiti alle società non finanziarie, è rimasto negativo anche dopo aver corretto i dati per l'effetto statistico prodotto dalla rimozione dai bilanci dei prestiti cartolarizzati.

Alla fine del 2008 il tasso di variazione dei prestiti al settore privato è stato distorto verso il basso dagli effetti prodotti dall'intensa attività di cartolarizzazione *pro soluto*. Nell'ambito di questa attività le istituzioni creditizie hanno ceduto i prestiti di cui erano titolari, acquistando contestualmente i titoli emessi a fronte di tali prestiti al fine di stanziarli a garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema. Il ritmo di queste operazioni tuttavia è diminuito notevolmente dall'inizio dell'anno, forse in connessione con un riorientamento delle IFM verso altri tipi di attività liquide, quali titoli di Stato od obbligazioni bancarie garantite dallo Stato. Di conseguenza, l'incidenza della correzione per gli effetti della cartolarizzazione è stata di 1,8 punti percentuali in marzo (invariata rispetto a febbraio) e il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato ha raggiunto livelli comparabili con gli ultimi minimi ciclici del 2002-03.

In marzo l'ingente flusso negativo registrato dai prestiti delle IFM alle società non finanziarie ha determinato un nuovo significativo calo del tasso di variazione sui dodici mesi, sceso al 6,3 per cento dal 7,7 per cento di febbraio (cfr. tavola 2). I flussi di prestiti degli ultimi mesi sono risultati

**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 <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 feb.	2009 mar.
<b>Società non finanziarie</b>	<b>44,9</b>	<b>14,5</b>	<b>12,8</b>	<b>11,3</b>	<b>8,2</b>	<b>7,7</b>	<b>6,3</b>
Fino a 1 anno	27,9	12,9	10,9	9,0	4,3	3,2	0,2
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	20,1	20,9	18,6	16,0	12,4	12,0	10,4
Oltre 5 anni	52,1	13,0	11,8	10,8	8,9	8,7	8,3
<b>Famiglie <sup>2)</sup></b>	<b>45,2</b>	<b>4,9</b>	<b>3,9</b>	<b>2,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>
Credito al consumo <sup>3)</sup>	13,1	5,2	4,4	3,2	1,2	1,1	0,9
Mutui per l'acquisto di abitazioni <sup>3)</sup>	71,2	5,5	4,1	2,8	0,7	0,4	0,1
Altri prestiti	15,7	2,2	2,6	2,2	1,8	1,4	1,3
<b>Società di assicurazione e fondi pensione</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,2</b>	<b>-6,6</b>	<b>-6,5</b>	<b>-5,9</b>	<b>-8,1</b>	<b>-6,2</b>
<b>Altri intermediari finanziari non monetari</b>	<b>9,0</b>	<b>25,2</b>	<b>22,3</b>	<b>14,5</b>	<b>7,6</b>	<b>7,8</b>	<b>3,6</b>

Fonte: BCE.

Note: settore delle IFM compreso l'Eurosistema; classificazione per settore basata sul SEC 95. Per ulteriori dettagli, cfr. le relative note tecniche.

1) Alla fine dell'ultimo mese per cui sono disponibili i dati. I prestiti ai settori sono espressi come percentuale del totale dei prestiti delle IFM al settore privato; le scomposizioni per durata e per destinazione sono espresse in percentuale dei prestiti delle IFM al rispettivo settore. Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

2) In base alla definizione SEC 95.

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

nel complesso notevolmente più contenuti rispetto a quelli osservati nel periodo precedente all'intensificarsi delle turbolenze. Come in febbraio, anche in marzo il maggiore contributo negativo al flusso mensile è provenuto dai prestiti con scadenze fino ad un anno. Il calo dei finanziamenti a breve termine potrebbe essere connesso al ricorso delle società non finanziarie alle proprie riserve di liquidità, ma potrebbe anche riflettere una minore necessità di finanziare il capitale circolante da porre in relazione all'andamento del ciclo delle scorte nel contesto di debole attività economica.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è calato ulteriormente, collocandosi allo 0,4 per cento in marzo dallo 0,7 di febbraio. I flussi mensili si sono mantenuti su livelli negativi. Occorre tuttavia sottolineare che questi dati continuano 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. Nondimeno, negli ultimi mesi il credito a questo settore ha continuato a decelerare.

Per quanto riguarda le altre contropartite di M3, il tasso di variazione sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM, al netto di capitale e riserve, è diminuito lievemente in marzo, collocandosi al 2,2 per cento dal 2,4 per cento di febbraio. Questo andamento tuttavia nasconde l'ulteriore accelerazione in marzo dei depositi a più lungo termine, cui hanno contribuito sia i depositi con durata prestabilita superiore a due anni (aumentati sui dodici mesi del 5,0 per cento, rispetto al 4,2 del mese precedente), sia i depositi rimborsabili con preavviso di oltre tre mesi (con un aumento del tasso di crescita dall'1,3 al 3,7 per cento). Per contro, a seguito di un flusso mensile negativo, in marzo è diminuito il tasso di variazione dei titoli di debito delle IFM con scadenza superiore a due anni detenuti da soggetti diversi dalle IFM. Ad ogni modo, il flusso negativo cela il fatto che l'emissione netta di questi titoli ha registrato un valore positivo, circostanza che riflette i programmi di garanzia introdotti dai governi e l'acquisto dei titoli da parte delle stesse IFM.

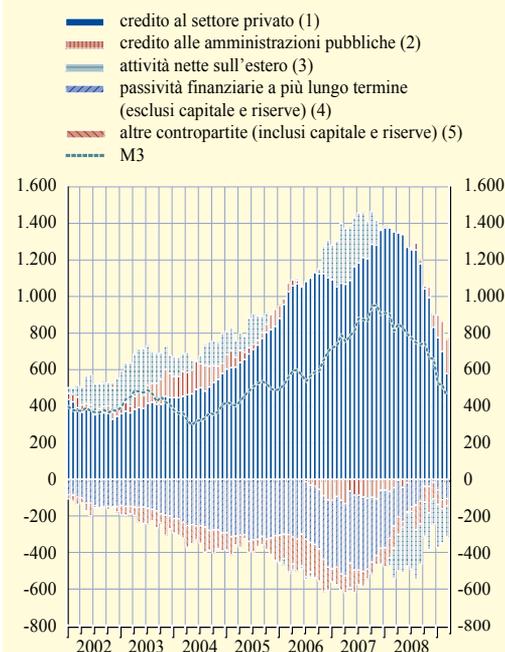
Il tasso di variazione sui dodici mesi di capitale e riserve si è lievemente ridotto a marzo, al 10,5 per cento dal 10,9 di febbraio, nonostante questi strumenti abbiano registrato un flusso mensile positivo.

Per quanto riguarda gli andamenti delle attività e delle passività verso l'estero del settore delle IFM, notevoli deflussi sono stati registrati da entrambi i lati del bilancio. Dal lato delle attività, ai perduranti flussi negativi di prestiti a non residenti si è accompagnato in marzo un considerevole deflusso di titoli diversi da azioni emessi da non residenti. Il ridimensionamento delle attività sull'estero resta il fattore primario del processo di riduzione della leva delle istituzioni creditizie. In marzo la posizione netta sull'estero, che rappresenta la contropartita di M3, ha registrato un deflusso mensile di 14 miliardi di euro, determinato da un calo delle attività maggiore di quello delle passività. Il deflusso netto nell'anno si è ridotto lievemente, collocandosi a 171 miliardi di euro contro 188 miliardi in febbraio.

In sintesi, i dati di marzo confermano il minore ritmo di espansione sia di M3 che dei prestiti, il che è indicativo di una decelerazione della crescita monetaria di fondo. Nel mese in esame i flussi mensili dei prestiti al settore privato sono rimasti negativi, molto probabilmente di riflesso al netto deterioramento della situazione economica. Al tempo stesso, i risultati delle ultime indagini sul credito bancario suggeriscono che, attualmente, l'erogazione di prestiti stia continuando a risentire anche di fattori collegati alla raccolta di fondi da parte delle banche (per ulteriori dettagli cfr. il riquadro 2 *Risultati dell'indagine di aprile sul credito bancario dell'area dell'euro*). Nondimeno, considerata l'elevato livello della variabilità degli andamenti di breve periodo, potrebbero essere necessarie informazioni aggiuntive per formulare un giudizio definitivo sulle recenti dinamiche della moneta e del credito. Le IFM hanno continuato a ridimensionare i loro bilanci a marzo, riducendo la propria leva finanziaria soprattutto tramite la dismissione di attività sull'estero e, in misura minore, di debiti.

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

**Riquadro 2**

**RISULTATI DELL'INDAGINE DI APRILE SUL CREDITO BANCARIO NELL'AREA DELL'EURO**

Il presente riquadro riporta i principali risultati dell'indagine di aprile sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema<sup>1)</sup>. Nel primo trimestre del 2009 la percentuale netta di banche segnalanti un irrigidimento dei criteri per la concessione di prestiti a favore delle imprese è significativamente diminuita rispetto all'elevato livello del trimestre precedente, seppur rima-

1) Il termine ultimo per la ricezione dei dati trasmessi dalle banche partecipanti alla rilevazione è stato fissato al 3 aprile 2009. Una valutazione esaustiva dei risultati dell'indagine è stata pubblicata il 29 aprile sul sito Internet della BCE.

nendo consistente<sup>2)</sup>. Gli istituti interpellati hanno inoltre dichiarato un ulteriore irrigidimento netto, benché leggermente meno pronunciato, dei criteri applicati alla concessione di prestiti alle famiglie sia per l'acquisto di abitazioni che per il credito al consumo e altre tipologie di prestiti. Per il secondo trimestre del 2009 le banche si attendono un nuovo calo, seppur minore, dell'irrigidimento netto di tutte e tre le categorie di prestiti rispetto a quello relativo al primo trimestre del 2009. Con riferimento alla domanda di prestiti, le banche hanno rilevato una considerevole diminuzione della domanda netta tanto di prestiti alle imprese tanto di credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie, mentre la domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni è stata significativamente meno negativa<sup>3), 4)</sup>.

Come nelle rilevazioni precedenti, l'indagine di aprile conteneva una serie di nuove domande puntuali relative agli effetti delle turbolenze finanziarie sulle politiche di erogazione di credito delle banche. In particolare, in risposta a tali domande la maggior parte degli istituti ha indicato che nel primo trimestre del 2009 le iniziative di aiuto alla ricapitalizzazione e di garanzia statale delle emissioni di titoli di debito bancari annunciate dalle autorità stavano già producendo un impatto favorevole, migliorando l'accesso delle banche al finanziamento all'ingrosso, ed erano ritenute poter agire ulteriormente in tal senso nel secondo trimestre del 2009. Ciò nondimeno, le banche hanno continuato a segnalare che nel primo trimestre del 2009 il loro accesso al finanziamento è stato difficoltoso a causa delle turbolenze sui mercati finanziari. Di fatto, solo nel caso del finanziamento a brevissimo termine la maggior parte delle banche interpellate ha indicato che l'accesso non è stato problematico nel primo trimestre del 2009. Analogamente, la maggior parte degli istituti ha riportato che le tensioni dei mercati finanziari hanno continuato a produrre un effetto negativo sulle loro posizioni patrimoniali e capacità di prestito.

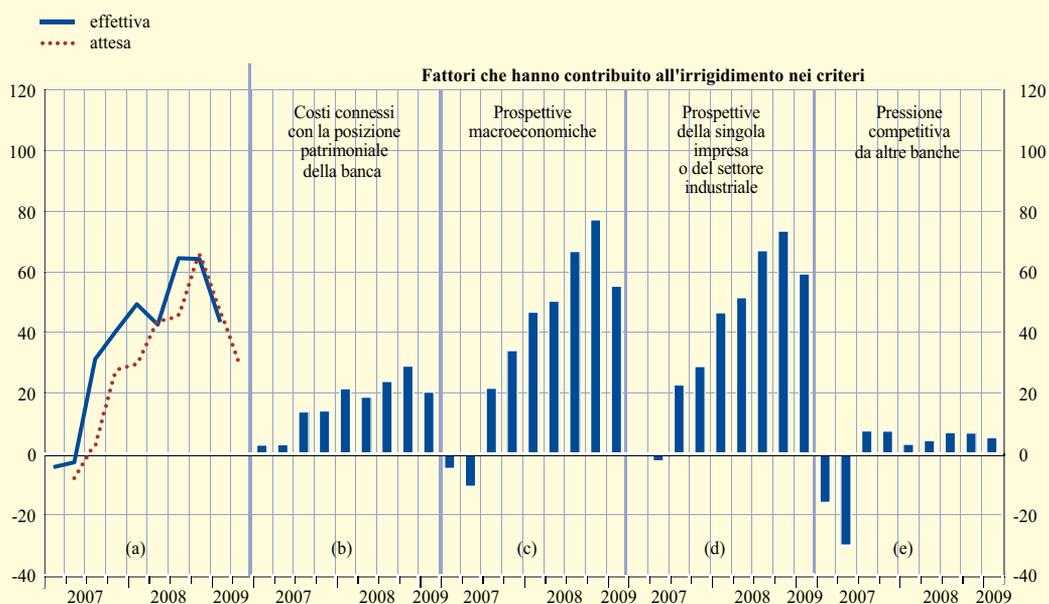
### **Prestiti e linee di credito a favore delle imprese**

**Criteri per la concessione del credito.** Nel primo trimestre del 2009 la percentuale netta di banche segnalanti un irrigidimento dei criteri per la concessione di prestiti alle imprese è calata sostanzialmente rispetto al trimestre precedente (al 43 per cento dal 64 per cento del quarto trimestre del 2008; cfr. figura A). come nei tre mesi precedenti, ciò ha riflesso principalmente il fatto che gli istituti hanno dichiarato di aver irrigidito i criteri "moderatamente", mentre solo una minoranza ha indicato di averlo fatto in misura "considerevole". Nel primo trimestre del 2009 i principali fattori all'origine dell'irrigidimento sono stati ancora una volta le aspettative riguardo all'attività economica in generale e quelle relative alle prospettive settoriali o specifiche di singole imprese che, pur essendosi leggermente ridotte, si sono collocate rispettivamente al 55 e 59 per cento. Nel contempo, l'impatto dei costi di provvista e dei vincoli di bilancio è rimasto a livelli relativamente elevati, sebbene anche l'importanza di questi fattori sia diminuita leggermente rispetto al quarto trimestre del 2008. Come in trimestri precedenti, le banche

- 2) La percentuale netta riportata fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un irrigidimento dei criteri di concessione del credito e quella delle banche che ne segnalano un allentamento. Un saldo positivo indica che le banche hanno mostrato una tendenza a irrigidire i criteri ("irrigidimento netto"), mentre un saldo negativo indica che le banche hanno mostrato una tendenza ad allentarli ("allentamento netto").
- 3) L'espressione "domanda netta" fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un aumento della domanda di prestiti e quella delle banche che ne segnalano una diminuzione.
- 4) A partire dall'indagine di aprile 2009 sarà pubblicata una misura alternativa, l'indice di diffusione, oltre all'irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito. L'indice di diffusione misura il grado in cui le banche modificano i propri criteri di concessione del credito. L'interpretazione dell'indice di diffusione utilizza la stessa logica dell'interpretazione delle percentuali nette, ma per costruzione le variazioni dell'indice di diffusione tendono a essere leggermente più moderate di quelle delle percentuali nette. L'indice di diffusione è composto nel seguente modo: agli istituti di credito che hanno risposto "considerevolmente" è attribuito un peso doppio (punteggio pari a 1) rispetto a quello attribuito agli istituti che hanno risposto "leggermente" (punteggio pari a 0,5).

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

(saldi percentuali)



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

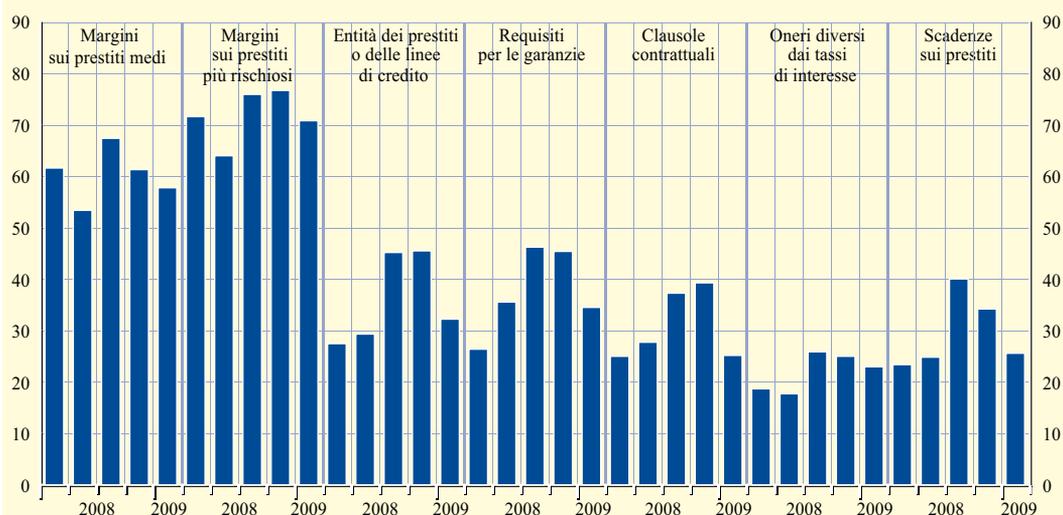
hanno indicato una sostanziale assenza di pressioni derivanti da fattori competitivi in direzione sia di un irrigidimento che di un allentamento dei criteri di concessione dei prestiti.

Per quanto concerne i termini e le condizioni applicati alla concessione di prestiti a favore delle imprese, le banche hanno segnalato di aver continuato ad ampliare i margini sui prestiti medi e su quelli più rischiosi nel primo trimestre del 2009. La percentuale netta di istituti segnalanti un ampliamento dei margini in media e sui prestiti più rischiosi è stata rispettivamente del 58 per cento (contro il 61 per cento del trimestre precedente) e del 71 per cento (contro il 77 per cento) (cfr. figura B). Inoltre, circa un terzo delle banche ha dichiarato di aver irrigidito i criteri di concessione del credito agendo sull’entità dei prestiti o delle linee di credito (riducendoli) e sui requisiti per le garanzie (inasprendoli). Dalla metà del 2007, fra tutti gli oneri diversi dai tassi d’interesse, i requisiti per le garanzie hanno apportato il maggiore contributo in termini di irrigidimento netto, inoltre le banche sono diventate considerevolmente più rigide in termini di entità dei prestiti e clausole contrattuali. Per contro, nel precedente periodo di allentamento dei criteri (tra la metà del 2004 e la metà del 2007) le banche hanno indicato che l’allentamento netto è stato principalmente effettuato tramite riduzioni dei margini sui prestiti medi.

Nel primo trimestre del 2009 l’irrigidimento dei criteri per la concessione del credito ha interessato in misura leggermente maggiore le imprese di grandi dimensioni (48 per cento, contro il 63 per cento del quarto trimestre del 2008) rispetto alle piccole e medie imprese (PMI, 42 per cento contro il precedente 63 per cento). Negli ultimi trimestri, per entrambe le categorie di imprese i

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

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



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

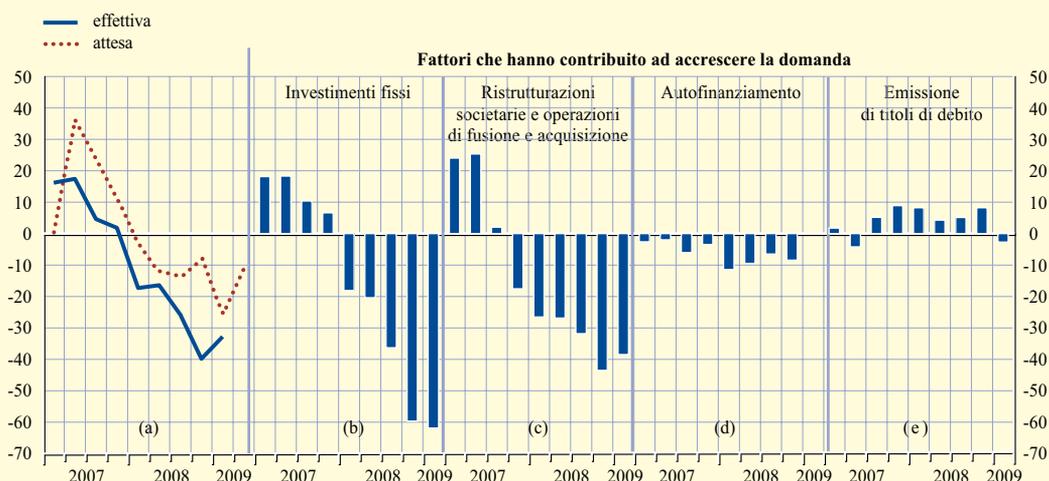
principali fattori all'origine dell'irrigidimento netto sono state le aspettative sull'attività economica in generale e le prospettive settoriali o specifiche di singole imprese. Nel contempo, i costi relativi alle posizioni patrimoniali delle banche hanno svolto un ruolo leggermente più importante nell'irrigidimento netto dei criteri di erogazione del credito per le grandi imprese rispetto alle PMI, a possibile indicazione del fatto che, con l'attuale rallentamento dei prestiti consorziali e il limitato mercato per il trasferimento del rischio di credito, l'allocatione di capitale a prestiti di maggiore entità è diventata relativamente costosa. Inoltre, la concorrenza di altre banche ha contribuito solo in lieve misura all'irrigidimento netto dei criteri per entrambe le categorie di imprese. Per quanto concerne i termini e le condizioni, sia per le grandi imprese che per le PMI l'irrigidimento netto dei criteri di concessione dei prestiti ha continuato a essere riflesso maggiormente in aumenti netti dei margini bancari tanto sui prestiti medi quanto su quelli più rischiosi. Il contributo dei termini e delle condizioni diversi dal prezzo sull'irrigidimento netto è rimasto sostanzialmente agli stessi livelli elevati del trimestre precedente indipendentemente dalle dimensioni delle imprese.

Le aspettative relative ai criteri di erogazione applicati ai prestiti e alle linee di credito alle imprese nel secondo trimestre del 2009 indicano un'ulteriore moderazione dell'irrigidimento netto (28 per cento) rispetto a quello del primo trimestre (cfr. figura A).

**Domanda di prestiti.** Nel primo trimestre del 2009 la domanda netta di prestiti a favore delle imprese è diminuita leggermente meno che nel trimestre precedente, ma è rimasta piuttosto bassa (al -33 per cento dal -40 per cento del quarto trimestre del 2008; cfr. figura C). Questo livello negativo della domanda netta è ascrivibile a un perdurante forte calo del fabbisogno finanziario collegato agli investimenti fissi (-62 per cento rispetto al -60 per cento nel primo trimestre). Analogamente, nel primo trimestre si è registrata una debole domanda di prestiti connessa a ope-

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

(saldi percentuali)



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

razioni di fusione e acquisizione e di ristrutturazione societaria (-39 per cento contro il -44 per cento del quarto trimestre). Nel contempo, il livello leggermente meno negativo della domanda netta di prestiti alle imprese è ascrivibile principalmente al fabbisogno delle imprese di ristrutturare i propri debiti, nonché alle percepite difficoltà di ottenimento di prestiti da altre banche e istituti non bancari. Diversamente dai trimestri precedenti, l’autofinanziamento (redditività) non ha contribuito a diminuire la domanda netta di prestiti alle imprese nel primo trimestre dell’anno, il che potrebbe indicare un deterioramento delle prospettive di utili del settore delle imprese. Nel primo trimestre del 2009 vi sono alcune evidenze indicative di un ritorno delle imprese di qualità elevata (*investment grade*) al mercato delle obbligazioni societarie dell’area dell’euro<sup>5</sup>. Ciò potrebbe spiegare perché, diversamente dai trimestri precedenti, le banche hanno indicato che l’emissione di titoli di debito ha contribuito negativamente alla domanda netta di prestiti alle imprese.

Per il secondo trimestre, le banche si attendono che la domanda netta di prestiti alle imprese diventi meno negativa (-12 per cento) rispetto a quella registrata nel primo (cfr. figura C).

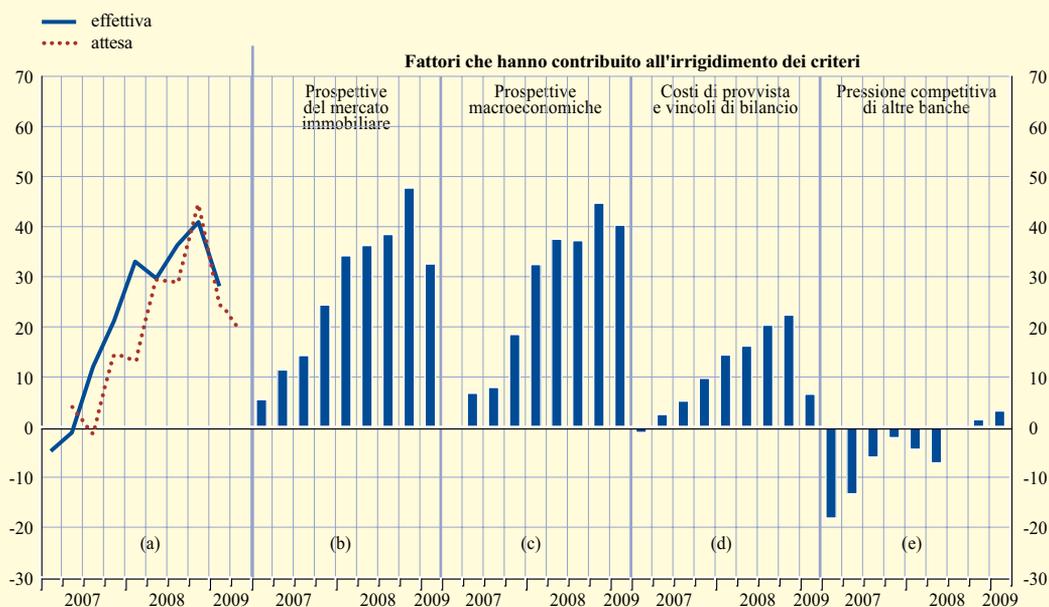
### Prestiti alle famiglie per l’acquisto di abitazioni

**Criteri per la concessione del credito.** Nel primo trimestre del 2009 la percentuale netta di banche dichiaranti un irrigidimento dei criteri di concessione dei prestiti alle famiglie per l’acquisto di abitazioni è calata leggermente (28 per cento rispetto al 41 per cento del quarto trimestre del 2008), implicando un ulteriore, seppur più modesto, irrigidimento generale dei criteri

5) In base alle statistiche sulle emissioni di titoli elaborate dalla BCE, l’emissione di titoli di debito da parte delle società non finanziarie nell’area dell’euro è aumentata considerevolmente in gennaio e febbraio 2009.

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

(saldi percentuali)



Nota: cfr. nota della figura A.

da un livello già elevato (cfr. figura D). Ancora una volta i principali fattori all'origine di tale andamento sono stati le aspettative sull'attività economica in generale e le prospettive del mercato degli immobili residenziali. In aggiunta, anche i costi di provvista e i vincoli di bilancio hanno contribuito all'irrigidimento netto, seppur molto meno che nel trimestre precedente (7 per cento rispetto al 22 per cento). Inoltre, come nel trimestre precedente, la concorrenza delle altre banche non ha contribuito ad allentare i criteri di concessione dei mutui, esercitando un effetto sostanzialmente neutrale.

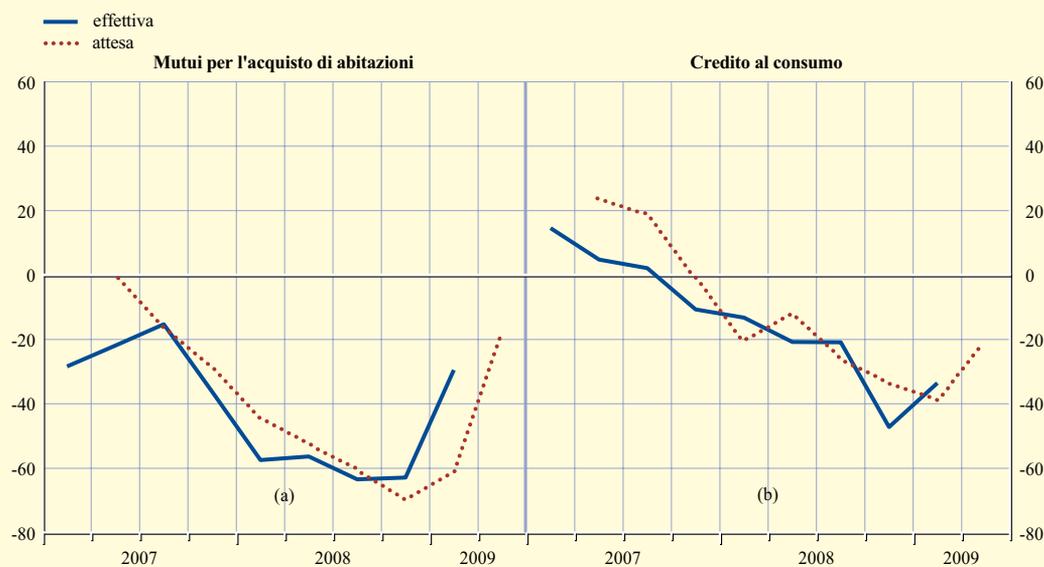
Per quanto riguarda i termini e le condizioni dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, i requisiti di margine, in particolare sui prestiti più rischiosi, sono rimasti la principale determinante dell'irrigidimento netto dei criteri di concessione dei prestiti nel primo trimestre del 2009. I requisiti per le garanzie e il rapporto fra valore del prestito e valore dell'immobile, sebbene abbiano ancora contribuito all'irrigidimento netto, sono diventati leggermente meno rigidi rispetto al trimestre precedente.

Per il secondo trimestre del 2009 è atteso un irrigidimento di minor entità dei criteri di concessione dei mutui per l'acquisto di abitazioni (19 per cento) rispetto a quanto osservato nel primo trimestre (cfr. figura D).

**Domanda di prestiti.** La domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni è rimasta negativa nel primo trimestre, seppur considerevolmente meno che nel quarto trimestre del 2008 (-30 per cento, contro -63; cfr. figura E). Come nei trimestri precedenti, ciò ha riflesso principalmente il peggioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali e del clima di fiducia tra i consumatori. Nel secondo trimestre la domanda netta dovrebbe collocarsi su un livello leggermente meno negativo (al -18 per cento) rispetto a quello del primo trimestre.

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

(saldi percentuali)



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

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

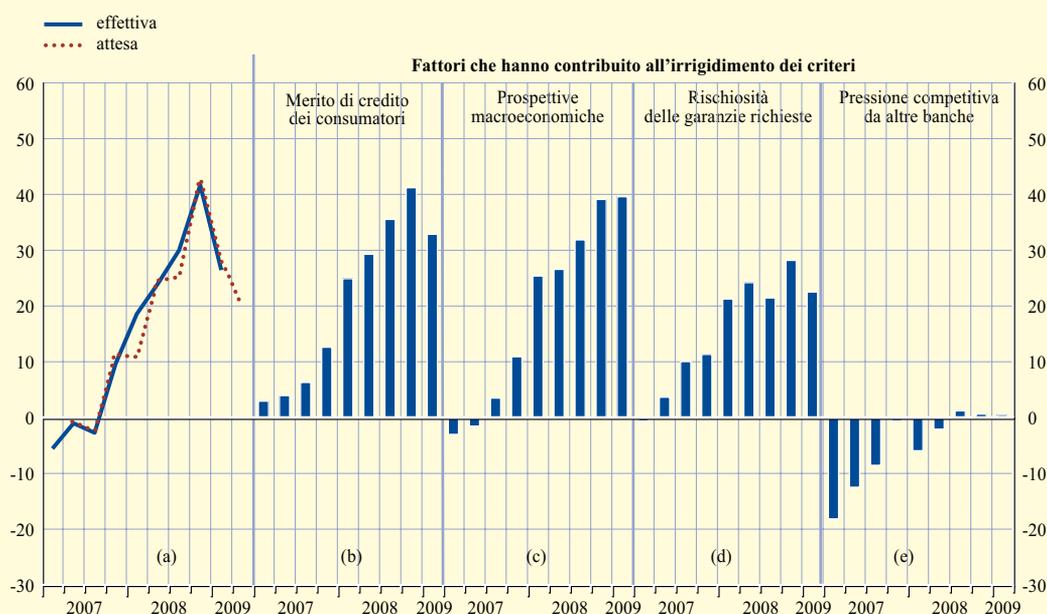
**Criteri per la concessione del credito.** Nel primo trimestre del 2009 la percentuale netta di banche segnalanti un irrigidimento dei criteri per la concessione del credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie è diminuita leggermente, al 26 per cento dal massimo storico del 42 per cento del trimestre precedente (cfr. figura F). Il principale fattore all'origine del perdurante irrigidimento netto va ricercato nei rischi percepiti dalle banche, soprattutto in relazione alle aspettative riguardo all'attività economica in generale e al merito di credito dei consumatori. Quanto ai termini e alle condizioni applicati al credito al consumo, nel primo trimestre le banche hanno continuato ad applicare margini più elevati sia sui prestiti medi che su quelli più rischiosi, mentre i requisiti relativi alle scadenze dei prestiti sono diventati leggermente meno rigidi rispetto al trimestre precedente.

Per il secondo trimestre del 2009 è atteso un irrigidimento di minore entità dei criteri di concessione del credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie (20 per cento) rispetto a quanto osservato nel primo trimestre (cfr. figura F).

**Domanda di prestiti.** La domanda netta di credito al consumo e altre tipologie di prestiti alle famiglie è rimasta negativa nel primo trimestre, seppur leggermente meno che nel quarto trimestre del 2008 (-34 per cento, contro -47 per cento; cfr. figura E). I due principali fattori frenanti per la domanda sono stati nuovamente la fiducia dei consumatori e il minore fabbisogno di finanziamenti per l'acquisto di beni di consumo durevoli. Inoltre, la domanda netta di prestiti a fini di consumo dovrebbe migliorare lievemente nel secondo trimestre del 2009, ma rimanere negativa (-21 per cento).

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

(saldi percentuali)



Nota: cfr. nota della figura A.

### Domande *ad hoc* sulle turbolenze finanziarie

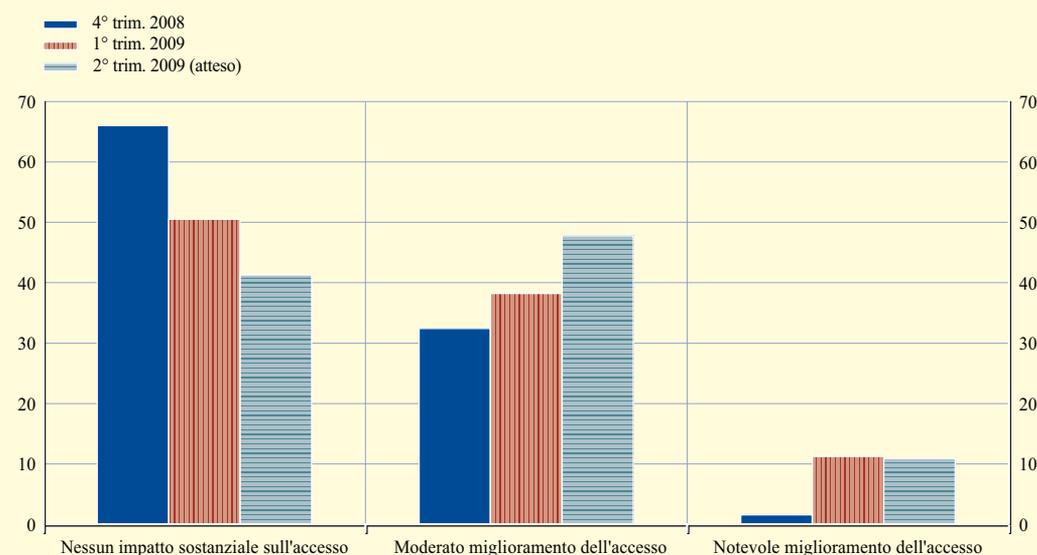
L'indagine di aprile conteneva la stessa serie di domande *ad hoc* già contenute nella rilevazione di gennaio, tese a valutare l'impatto sulle banche dell'area dell'euro delle tensioni presenti nei mercati finanziari dalla metà del 2007.

Le banche hanno segnalato che il loro accesso ai mercati monetari è rimasto difficoltoso nel primo trimestre del 2009 a causa delle turbolenze dei mercati finanziari, sebbene alcuni lievi miglioramenti sono stati osservati in tutti i segmenti di mercato rispetto al quarto trimestre del 2008. A parte l'accesso al finanziamento a brevissimo termine sul mercato monetario, per cui il 70 per cento delle banche ha dichiarato di non aver riscontrato ostacoli, per tutte le altre fonti di finanziamento all'ingrosso oltre il 50 per cento degli istituti interpellati ha indicato il permanere di problemi di accesso nel primo trimestre del 2009. In particolare, attorno all'80 per cento delle banche ha segnalato che l'accesso alla cartolarizzazione, di tipo sia *pro soluto* sia sintetico, e all'emissione di titoli di debito a medio e lungo termine è stato difficoltoso nel primo trimestre del 2009. Nel contempo, la percentuale di banche che ha indicato ostacoli alla capacità di trasferire il rischio di credito al di fuori dei propri bilanci è diminuita dal 90 per cento nel quarto trimestre del 2008 a meno del 70 per cento nel primo trimestre del 2009. Nel secondo trimestre l'accesso al finanziamento all'ingrosso e alla cartolarizzazione dovrebbe rimanere difficoltoso quanto nel primo trimestre.

Nel contempo, gli istituti interpellati hanno segnalato che le iniziative di aiuto alla ricapitalizzazione e di garanzia statale alle emissioni di titoli di debito bancari annunciate dalle autorità hanno esercitato un impatto favorevole per il miglioramento del loro accesso al finanziamento

**Figura G Impatto sull'accesso al finanziamento nel mercato all'ingrosso degli annunci governativi di iniziative in materia di aiuti alla ricapitalizzazione e garanzie statali**

(valori percentuali)



all'ingrosso nel primo trimestre. Ciò si è riflesso nel fatto che circa il 50 per cento delle banche (in rialzo dal 34 per cento del trimestre precedente) ha indicato che le misure di sostegno annunciate dal governo hanno avuto un “moderato” o “considerevole” impatto sul loro accesso al finanziamento nel primo trimestre. Inoltre, circa il 60 per cento delle banche ha indicato di aspettarsi un ulteriore miglioramento del proprio accesso al finanziamento all'ingrosso nel secondo trimestre a seguito degli interventi governativi annunciati (cfr. figura G)<sup>6</sup>.

In linea con il permanere delle difficoltà di accesso ai mercati monetari e dei titoli di debito, le banche hanno dichiarato che l'impatto di queste fonti di finanziamento sul credito bancario, in termini sia di importi erogati sia di margini applicati, è rimasto sostanzialmente invariato su livelli elevati nel primo trimestre. Esso ha continuato a essere più pronunciato per i margini che non per gli importi erogati. Analogamente, per quanto concerne gli ostacoli all'accesso alle cartolarizzazioni, rispetto al trimestre precedente le banche hanno dichiarato che esso non ha subito sostanziali variazioni nel caso sia degli importi erogati, che dei margini applicati. L'impatto sui margini è stato sostanzialmente simile all'impatto sulle quantità. Nei prossimi tre mesi le banche si attendono che gli effetti delle condizioni di finanziamento sfavorevoli nei mercati monetari e dei titoli di debito sulla loro disponibilità a concedere credito e sui margini saranno simili, mentre quelli delle cartolarizzazioni saranno leggermente minori di quelli del primo trimestre.

Infine, per quanto riguarda l'impatto prodotto sulle politiche di credito dalla variazione dei costi relativi alla posizione patrimoniale delle banche, nel primo trimestre gli istituti che hanno dichiarato la presenza di un “moderato” o “considerevole” impatto sul capitale e sull'attività di prestito sono stati il 44 per cento, in diminuzione di 5 punti percentuali rispetto al quarto trimestre del 2008. Nel contempo, la percentuale di banche che ha risposto di non aver riscontrato

6) Hanno risposto 100 banche su 118, pari a un tasso di partecipazione dell'85 per cento. L'8 per cento delle banche partecipanti ha selezionato la risposta “non applicabile”.

pressoché alcun impatto sul proprio patrimonio è rimasta sostanzialmente invariata, al basso livello del 29 per cento nel primo trimestre (dopo il 27 per cento del trimestre precedente). Per i prossimi tre mesi il 45 per cento delle banche dell'area dell'euro intervistate si attende che gli eventi dei mercati finanziari continueranno a esercitare un qualche o considerevole impatto sulle loro posizioni patrimoniali e sul credito.

## 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 febbraio. I dati relativi alla scomposizione per settore indicano che tutti i settori sono stati dinamici, sfruttando probabilmente la riduzione dei differenziali di interesse all'inizio dell'anno e quindi il minore costo di tale forma di finanziamento. Nel contempo, il tasso di variazione delle emissioni di azioni quotate è rimasto sostanzialmente invariato.*

### TITOLI DI DEBITO

In febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di titoli di debito è salito ulteriormente, all'11,1 per cento, aumentando di un punto percentuale rispetto a gennaio (cfr. tavola 3). Alla dinamica complessiva hanno ampiamente contribuito le consistenti emissioni di titoli di debito a lungo termine, che in febbraio hanno rappresentato quasi l'85 per cento del totale in essere. La crescita sui dodici mesi delle emissioni di tali titoli è proseguita a ritmo sostenuto, collocandosi al 9,2 per cento in febbraio, un livello ampiamente superiore alla media del 5,8 per cento circa registrata nel 2008. Per contro, il tasso di variazione delle emissioni a breve termine sembra essersi stabilizzato in febbraio, anche se su un livello elevato (25,8 per cento). Per il secondo mese consecutivo, la crescita delle emissioni a lungo termine va soprattutto ricondotta all'attività sostenuta nel comparto dei titoli a tasso fisso. Il tasso di crescita di questi ultimi è aumentato in modo costante da ottobre del 2008 per raggiungere il 6,7 per cento a febbraio di quest'anno (+1,4 punti percentuali rispetto a gennaio). Dal canto loro, le emissioni di titoli a lungo termine a tasso variabile hanno evidenziato un tasso di incremento del 16,1 per cento a febbraio, in lieve aumento rispetto al 15,6 per

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2009 feb.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente <sup>1)</sup>					
		2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 4° trim.	2009 gen.	2009 feb.
<b>Emissione di titoli di debito:</b>	<b>13.563</b>	<b>8,2</b>	<b>6,9</b>	<b>7,3</b>	<b>7,8</b>	<b>10,1</b>	<b>11,1</b>
IFM	5.407	9,4	7,8	8,2	5,7	5,3	6,3
Società finanziarie non monetarie	2.022	24,9	21,7	23,4	24,2	30,4	32,5
Società non finanziarie	718	8,8	5,9	4,0	4,9	6,8	7,8
Amministrazioni pubbliche	5.416	2,7	2,2	2,4	5,5	9,2	9,8
di cui:							
Amministrazioni centrali	5.078	2,7	2,3	2,4	5,7	9,5	10,0
Altre amministrazioni pubbliche	338	2,7	1,3	3,0	2,9	5,3	6,4
<b>Emissione di azioni quotate:</b>	<b>2.922</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>
IFM	277	0,7	1,5	2,8	4,9	7,4	7,3
Società finanziarie non monetarie	189	2,7	2,4	2,6	2,6	3,1	3,2
Società non finanziarie	2.456	1,2	0,6	0,0	-0,1	-0,1	-0,1

Fonte: BCE.

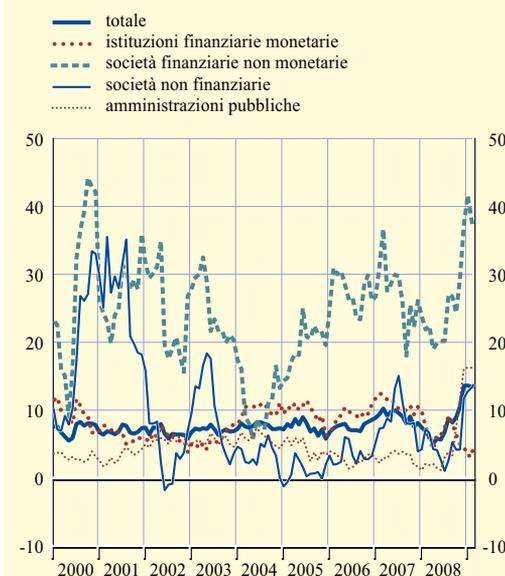
1) Per maggiori dettagli, cfr. le Note tecniche relative alle sezioni 4.3 e 4.4 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro*.

cento di gennaio. Pertanto, la crescita sui dodici mesi delle emissioni a tasso variabile continua a collocarsi su livelli ben superiori a quella dei titoli a tasso fisso, confermando una tendenza in atto dagli inizi del 2000.

I dati destagionalizzati (che meglio si prestano a misurare l'andamento nel breve periodo) indicano che la crescita complessiva delle emissioni di titoli di debito si è stabilizzata su livelli elevati: a febbraio il tasso di incremento sui sei mesi espresso in ragione d'anno è stato pari al 13,6 per cento, un livello inferiore di soli 0,1 punti percentuali rispetto a gennaio e dicembre. Alla crescita complessiva hanno continuato a contribuire in misura determinante le emissioni da parte delle società finanziarie non monetarie, il cui tasso di variazione corrispondente avrebbe segnato un lieve calo a febbraio. Allo stesso tempo, un'accelerazione delle emissioni da parte delle società non finanziarie e delle amministrazioni pubbliche ha avuto un effetto di compensazione sul dato globale (cfr. figura 7).

**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.

In particolare, di riflesso al maggiore ricorso al mercato per finanziarsi, il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie è ulteriormente aumentato a febbraio, al 7,8 per cento (+1,0 punto percentuale rispetto a gennaio). Tale nuovo incremento è interamente ascrivibile alla marcata accelerazione delle emissioni di titoli a lungo termine, che ha più che compensato la minore crescita sui dodici mesi delle emissioni a breve termine. Gli ingenti volumi e il ritmo sostenuto delle emissioni nette di titoli di debito a lungo termine dalla fine del 2008 indicano che le società stanno sfruttando i minori differenziali di interesse sui titoli di Stato per raccogliere fondi. Il rapido ritmo di crescita del finanziamento tramite l'emissione di titoli di debito potrebbe anche rispecchiare in una certa misura l'effetto di sostituzione con il finanziamento tramite prestiti e una minore disponibilità di risorse finanziarie interne (cfr. riquadro 3). Nonostante i segnali di miglioramento emersi dall'indagine sul credito bancario di aprile (cfr. riquadro 2), i criteri per la concessione dei prestiti bancari restano eccezionalmente severi. Di fronte all'eventualità di un ulteriore inasprimento delle condizioni di accesso al prestito bancario, è pertanto possibile che le società non finanziarie stiano cercando di assicurarsi fondi accrescendo l'emissione di titoli di debito sul mercato. Questa forma di finanziamento tuttavia continua a favorire le società con elevato merito di credito e i settori non ciclici, che sono in parte al riparo dalla recessione.

Per quanto concerne il settore finanziario, il tasso di incremento sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM è aumentato a febbraio, portandosi al 6,3 per cento dal 5,3 di gennaio. L'andamento ha rispecchiato una ripresa delle emissioni su tutte le scadenze e, in particolare, delle emissioni di titoli a lungo termine, connesse in parte col fabbisogno di finanziamento da parte delle società veicolo affiliate alle IFM. Per la prima volta da agosto 2008, i dati semestrali destagionalizzati relativi al tasso di variazione sui dodici mesi delle emissioni di titoli di debito delle IFM hanno mostrato un lieve aumento, pur mantenendosi su livelli storicamente bassi.

Con un tasso di incremento sui dodici mesi del 32,5 per cento a febbraio, le emissioni di titoli di debito delle società finanziarie non monetarie hanno continuato a registrare una crescita particolarmente sostenuta. L'andamento continua a rispecchiare l'elevato e persistente livello di autocartolarizzazione (la cartolarizzazione in cui la totalità dei titoli viene sottoscritta dall'*originator*) da parte di società veicolo promosse dalle banche, nonostante le perduranti difficoltà sui mercati dei prodotti cartolarizzati.

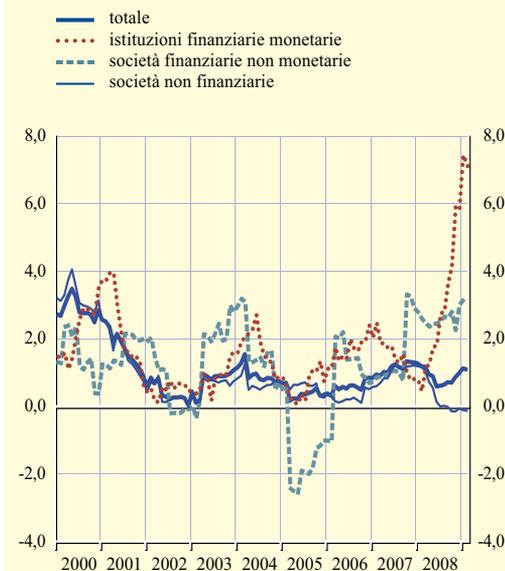
In febbraio anche il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche ha continuato ad aumentare notevolmente, portandosi al 9,8 per cento. Il tasso di crescita sui sei mesi – espresso in ragione d'anno e calcolato su dati destagionalizzati – dei titoli di debito di tale settore ha raggiunto circa il 16 per cento sia in gennaio che in febbraio, un livello molto superiore alla media di circa il 4 per cento registrata dal 1999. Nel corso del 2009 sono prevedibili ulteriori aumenti, considerato il notevole fabbisogno di finanziamento a cui le amministrazioni pubbliche dell'area dovranno far ricorso.

### AZIONI QUOTATE

In febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti dell'area dell'euro è rimasto stabile, all'1,1 per cento, senza variazioni di rilievo dei tassi relativi ai principali emittenti. In particolare, i tassi di crescita delle emissioni azionarie delle istituzioni finanziarie monetarie e di quelle non monetarie sono rimasti sostenuti, rispettivamente al 7,3 e al 3,2 per cento, di riflesso al ricorso da parte di molte istituzioni dell'area alle emissioni offerte in opzione nell'ambito dei piani di risanamento dei loro bilanci. Per quanto concerne le società non finanziarie, il tasso di variazione delle azioni quotate emesse da tale settore ha continuato a evidenziare valori negativi in febbraio (-0,1 per cento; cfr. figura 8), in ragione del perdurante aumento del costo del finanziamento mediante capitale di rischio.

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

(tassi di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

### 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

*In aprile i tassi del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono ulteriormente diminuiti, mentre quelli sui depositi garantiti hanno registrato andamenti contrastanti. Nel complesso, i differenziali fra i tassi sui depositi non garantiti e garantiti hanno continuato a restringersi, soprattutto per la scadenza a tre mesi. Nello stesso mese l'Eurosistema ha seguito a offrire al sistema finanziario abbondante liquidità mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi nelle operazioni di rifinanziamento principali e in quelle di rifinanziamento a più lungo termine.*

In aprile i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono ulteriormente diminuiti, ancorché a un ritmo più contenuto rispetto ai mesi precedenti. Il 6 maggio i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente allo 0,90, 1,33, 1,53 e 1,70 per cento, ovvero su livelli inferiori di 20, 16, 12 e 10 punti base rispetto ai valori osservati il 1° aprile. La flessione è stata più pronunciata per le scadenze più brevi, con il risultato che il 6 maggio il differenziale fra il tasso Euribor a dodici mesi e quello a un mese è aumentato a 80 punti base, dai 70 punti base del 1° aprile (cfr. figura 9).

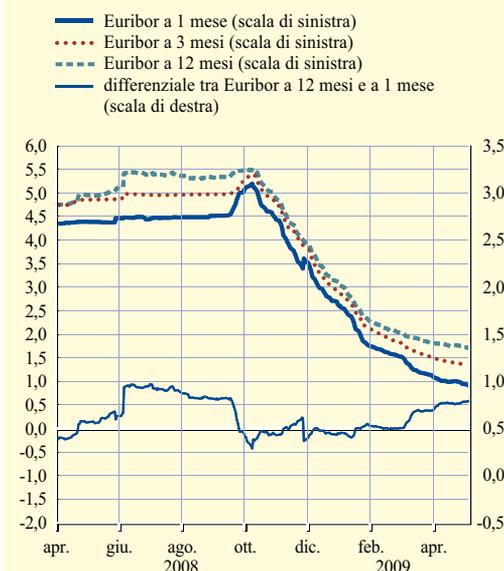
Nel periodo gli andamenti dei tassi impliciti ai contratti swap sull'Eonia sono stati piuttosto contrastanti. I tassi di interesse per scadenze inferiori a tre mesi hanno continuato a diminuire, mentre quelli per le scadenze superiori sono aumentati. Nel complesso, il 6 maggio i differenziali fra i tassi Euribor sui depositi privi di garanzia e l'EONIA Swap Index erano generalmente inferiori rispetto a inizio aprile, ad eccezione delle scadenze più brevi per le quali sono lievemente aumentati. Per la scadenza a tre mesi, il differenziale è sceso da 81 a 65 punti base fra il 1° aprile e il 6 maggio, livello analogo a quello osservato agli inizi di settembre 2008 prima delle rinnovate tensioni nel mercato monetario in euro.

Il 6 maggio 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'1,225, 1,230 e 1,395 per cento: rispetto ai livelli osservati il 1° aprile, ciò ha significato assenza di variazioni per i contratti con scadenza a giugno, mentre ha comportato un lieve calo per i contratti con scadenza a settembre e dicembre, rispettivamente di 2,5 e 3,5 punti base. Queste modeste variazioni indicano che le aspettative relative ai tassi di interesse di riferimento della BCE fino agli inizi del 2010 rimangono sostanzialmente invariate.

Durante il periodo di mantenimento delle riserve conclusosi il 7 aprile l'Eonia, pur mostrando una certa volatilità, è rimasto su livelli significativamente inferiori al tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, collocandosi in un intervallo compreso fra i 49 e i 71 punti base al di sotto di tale tasso. L'unica eccezione si è avuta il 31 marzo, quando l'Eonia è aumentata all'1,636 per cento a causa dell'effetto di fine

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

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

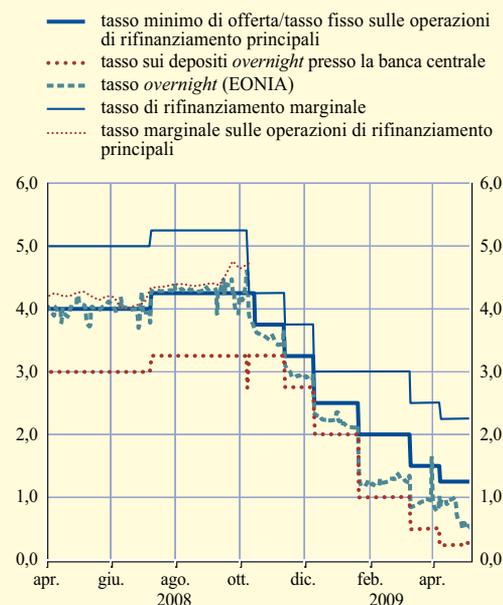


Fonti: BCE e Reuters.

trimestre (cfr. figura 10). Il 2 aprile il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre i tassi di interesse di riferimento della BCE di ulteriori 25 punti, portando il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema all'1,25 per cento nonché quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 2,25 e allo 0,25 per cento. Durante il periodo di mantenimento delle riserve iniziato l'8 aprile l'Eonia ha comunque continuato a oscillare attorno ai livelli osservati nel periodo di mantenimento precedente, facendo così scendere il differenziale rispetto al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali a pressoché 30 punti base. Pur tuttavia, l'Eonia è poi diminuito verso la fine di aprile per toccare il 6 maggio lo 0,53 per cento, portando il differenziale in esame a 72 punti base. La flessione ha rispecchiato l'abbondante liquidità nel mercato monetario riconducibile alla disposizione di offerta di liquidità con piena aggiudicazione degli importi, cui si è affiancato un ricorso più contenuto ai depositi presso la banca centrale rispetto ai recenti periodi di mantenimento delle riserve.

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

A seguito dell'attuale politica dell'Eurosistema in materia di liquidità, il volume di liquidità offerta al mercato è stato determinato esclusivamente dal comportamento di richiesta in asta delle controparti. Nelle operazioni di rifinanziamento principali del 7, 14, 21 e 28 aprile e del 5 maggio, la BCE ha aggiudicato rispettivamente 125,4, 85,9, 122,6, 91,8 miliardi di euro in più e 89 miliardi in meno del volume di riferimento. In tal modo, le controparti hanno in genere ottenuto liquidità in misura superiore a quanto necessario per adempiere agli obblighi di riserva e far fronte ai fattori autonomi. Tale liquidità poi è stata in parte assorbita attraverso il ricorso ai depositi presso la banca centrale che, pur rimanendo relativamente ampio, è nettamente diminuito nel periodo di mantenimento delle riserve iniziato l'8 aprile rispetto al periodo di mantenimento precedente. Il ricorso medio giornaliero ai depositi presso la banca centrale si è collocato a 37,1 miliardi di euro fra l'8 aprile e il 6 maggio, contro i 57,8 miliardi del periodo di mantenimento conclusosi il 7 aprile. Guardando agli andamenti dalla fine del 2008, il protrarsi della flessione fornisce ulteriore evidenza della normalizzazione in atto delle condizioni del mercato monetario in euro dopo le tensioni del settembre 2008. Anche il ricorso giornaliero medio alle operazioni di rifinanziamento marginale è diminuito, collocandosi a circa 0,9 miliardi di euro tra l'8 aprile e il 6 maggio, dagli 1,1 miliardi del precedente periodo di mantenimento.

Per quanto concerne altre operazioni, il 7 aprile (ultimo giorno del periodo di mantenimento) l'Eurosistema ha condotto un'operazione di regolamento puntuale (*fine tuning*), in occasione della quale ha assorbito 103,9 miliardi di euro mediante un'operazione d'asta a tasso variabile con un tasso massimo dell'1,50 per cento, un tasso marginale dell'1,30 per cento e un tasso medio ponderato dell'1,12 per cento. Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine del 29 aprile (condotta con piena aggiudicazione dell'importo a un tasso fisso dell'1,25 per cento e con scadenza a tre mesi), l'ammontare assegnato è stato di 31,17 miliardi di euro. In altre operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con varie scadenze, condotte l'8, il 9 e il 16 aprile a un tasso fisso dell'1,50 per cento, la BCE ha

aggiudicato un totale di 181,08 miliardi di euro, importo superiore ai 161,23 miliardi assegnati nelle corrispondenti operazioni del precedente periodo di mantenimento.

Inoltre, nel quadro degli accordi con la Federal Reserve per lo scambio di liquidità nelle reciproche valute (linee di swap), l'Eurosistema ha continuato durante il periodo di mantenimento delle riserve iniziato l'8 aprile a fornire fondi in dollari statunitensi a fronte di garanzie che considera idonee, conducendo operazioni con varie scadenze il 9, 23 e 30 aprile. 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

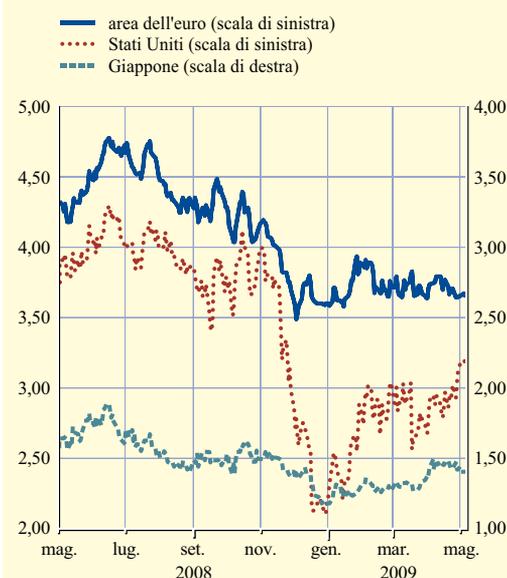
*In aprile e agli inizi di maggio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati marginalmente nell'area dell'euro e in misura più marcata negli Stati Uniti. Il protratto miglioramento del clima di fiducia del mercato nei confronti delle attività rischiose e i segni di stabilizzazione delle prospettive economiche hanno esercitato una pressione al rialzo sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine. Nell'area dell'euro questa spinta generalizzata a favore di rendimenti obbligazionari più elevati è stata in parte compensata da un'ulteriore diminuzione dei differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane all'interno dell'area. Negli Stati Uniti è stato interamente riassorbito il marcato calo dei rendimenti osservato dopo la dichiarazione di marzo del Federal Open Market Committee (FOMC). I tassi di pareggio a termine di lungo periodo dell'area dell'euro hanno evidenziato un lieve incremento.*

Rispetto a fine marzo i rendimenti dei titoli di Stato nell'area dell'euro sono aumentati in misura marginale, mentre hanno mostrato un marcato aumento di 50 punti base negli Stati Uniti. Il 6 maggio i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni si sono collocati al 3,7 per cento nell'area dell'euro e al 3,2 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 ristretto a circa -50 punti base alla fine del periodo in rassegna. In Giappone i rendimenti sui titoli di Stato decennali sono lievemente aumentati, collocandosi il 6 maggio all'1,4 per cento. La volatilità implicita dei mercati obbligazionari è rimasta nel complesso sostanzialmente invariata nell'area dell'euro, mentre è lievemente aumentata negli Stati Uniti in seguito alle notevoli oscillazioni recenti nei rendimenti.

Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono notevolmente aumentati nel corso di aprile e agli inizi di maggio. Il 6 maggio i rendimenti di tali titoli si collocavano nuovamente su un livello lievemente superiore a quello

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.

osservato immediatamente prima della dichiarazione formulata dal FOMC il 18 marzo, in cui annunciava il progetto di acquistare titoli del Tesoro a più lungo termine per un importo fino a 300 miliardi di dollari. Una parte significativa degli aumenti dei rendimenti si è verificata nei primi giorni di aprile e probabilmente ha rispecchiato in prevalenza flussi di portafoglio nuovamente a favore delle attività rischiose, dopo l'evidente ulteriore miglioramento del clima di fiducia del mercato successivo al vertice del G20 tenutosi il 2 aprile a Londra. I primi segni di rallentamento del deteriorarsi delle prospettive economiche potrebbero inoltre aver esercitato una pressione al rialzo sui rendimenti a lungo termine.

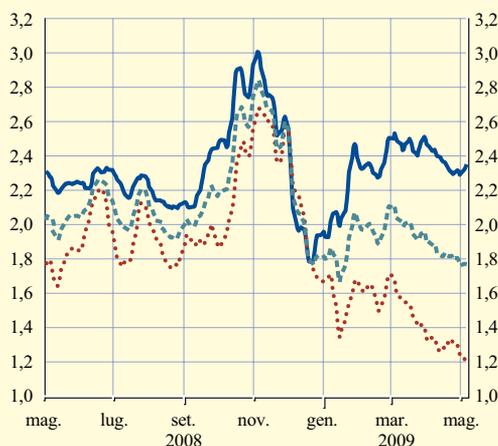
I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro sono aumentati solo marginalmente nel periodo in rassegna, oscillando attorno ai livelli di fine marzo in un contesto di volatilità piuttosto modesta. La generale pressione al rialzo sui rendimenti a lungo termine ha determinato aumenti anche dei rendimenti sui titoli di Stato tedeschi, ma a livello di area dell'euro questi sono stati in larga misura compensati da ulteriori cali dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni sovrane all'interno dell'area dell'euro. Per tutti i paesi dell'area in cui esistono titoli pertinenti, nel corso di aprile e all'inizio di maggio si sono ulteriormente ristretti i differenziali dei titoli di Stato decennali rispetto al titolo tedesco corrispondente. Il livello ancora elevato dei differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane all'interno dell'area continua a riflettere un'elevata avversione al rischio da parte degli investitori, in concomitanza con una bassa liquidità in alcuni mercati del debito sovrano e con i timori relativi agli oneri di bilancio associati alle prospettive economiche e alle misure di politica economica adottate.

In aprile e agli inizi di maggio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine indicizzati all'inflazione hanno evidenziato un'ulteriore lieve diminuzione nell'area dell'euro. I rendimenti reali a pronti a

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

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

- rendimenti delle obbligazioni indicizzate a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni
- ... rendimenti delle obbligazioni indicizzate a pronti a cinque anni
- - - rendimenti delle obbligazioni indicizzate a pronti a dieci anni

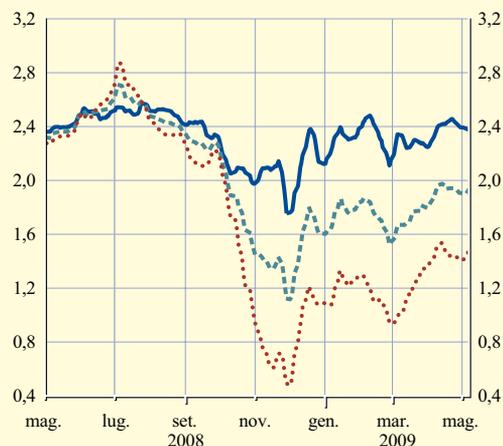


Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

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

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



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

cinque e dieci anni sono scesi rispettivamente di circa 10 e 5 punti base all'1,2 e all'1,8 per cento. Nonostante i recenti miglioramenti, l'attività nei mercati degli strumenti indicizzati all'inflazione continua a risentire di qualche malfunzionamento; occorre pertanto interpretare ancora con cautela i rendimenti di tali strumenti e i tassi di inflazione di pareggio.

In concomitanza con il lieve aumento dei rendimenti nominali a lungo termine, la flessione dei rendimenti reali ha determinato l'incremento di circa 15 punti base dei tassi di inflazione di pareggio a pronti a cinque e dieci anni, che il 6 maggio si collocavano rispettivamente all'1,5 e al 2,0 per cento. Allo stesso tempo i tassi a termine a cinque anni cinque anni in avanti, una misura delle attese di inflazione a più lungo termine e dei connessi premi al rischio, risultavano lievemente aumentati al 2,4 per cento. Anche i tassi di inflazione di pareggio a termine di lungo periodo ricavati da swap indicizzati all'inflazione hanno registrato un modesto incremento in aprile e agli inizi di maggio.

La struttura per scadenza dei tassi di interesse a termine nell'area dell'euro scompone l'andamento complessivo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine dell'area dell'euro in variazioni delle aspettative sui tassi di interesse (e sui connessi premi al rischio) per diversi orizzonti (cfr. figura 14). Rispetto a fine marzo, sia il livello sia il profilo della curva dei tassi a termine dell'area dell'euro sono rimasti nel complesso pressoché invariati.

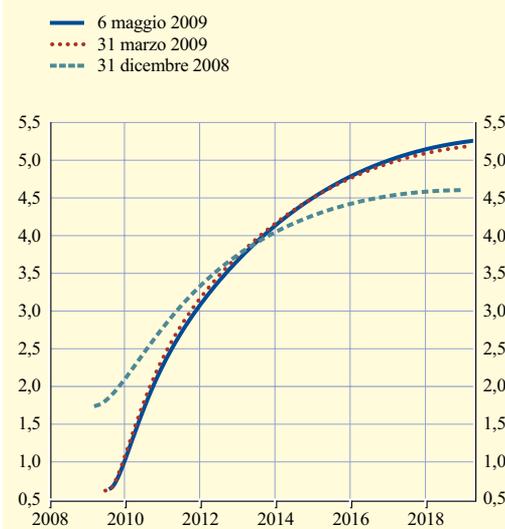
I differenziali delle obbligazioni societarie relativi al settore non finanziario sono ulteriormente diminuiti rispetto ai livelli di fine marzo. Per quanto riguarda il debito delle società non finanziarie con rating più basso, i differenziali di rendimento obbligazionario hanno mostrato un decremento notevole, mentre quelli relativi al debito con rating più elevato sono lievemente aumentati. Si sono ristretti anche i differenziali concernenti il debito delle società finanziarie nelle varie categorie di merito di credito. Benché i livelli ancora elevati dei differenziali suggeriscano il perdurare dei timori del mercato circa la solidità finanziaria delle società finanziarie e non finanziarie, i recenti cali rispecchiano il generale miglioramento del clima di fiducia del mercato nei confronti delle attività rischiose, come riscontrato altresì nei mercati azionari e in quelli del debito sovrano.

## 2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

*In febbraio hanno continuato a diminuire tutti, e per la maggior parte in misura considerevole, i tassi di interesse delle IFM sui nuovi prestiti e depositi delle famiglie e delle società non finanziarie, proseguendo la tendenza calante iniziata in novembre sulla scorta delle riduzioni dei tassi di interesse di riferimento e delle conseguenti flessioni dei tassi del mercato monetario e dei rendimenti obbligazionari.*

**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 Ratings.  
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.

*I differenziali dei tassi di interesse a breve termine delle IFM rispetto ai tassi del mercato monetario dovrebbero diminuire in ragione della progressiva trasmissione delle variazioni dei tassi di riferimento.*

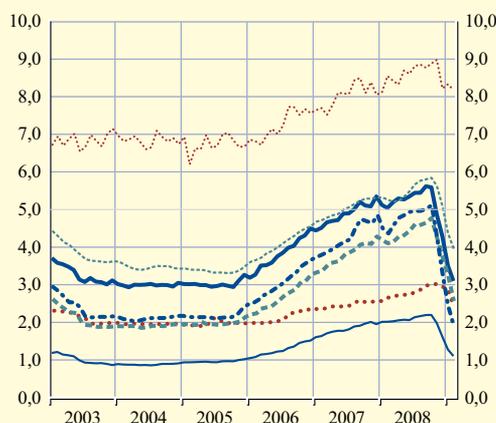
In febbraio la maggior parte dei tassi di interesse a breve termine delle IFM sui nuovi prestiti e depositi è stata notevolmente inferiore rispetto al mese precedente, in reazione al netto calo dei tassi del mercato monetario da settembre (cfr. figura 15). Quanto alle famiglie, i tassi di interesse offerti dalle IFM per l'acquisto di abitazioni sono diminuiti in misura piuttosto considerevole, di ulteriori 40 punti base in febbraio, mentre i tassi di interesse sui prestiti al consumo sono scesi di 15 punti base. Allo stesso tempo, però, si è avuto un incremento marginale dei tassi sugli scoperti di conto corrente delle famiglie, di 5 punti base. Quanto alle società non finanziarie, anche i tassi a breve termine delle IFM hanno evidenziato un'ulteriore flessione (mediamente di 39 punti in febbraio), lievemente più marcata per i prestiti di grande entità rispetto a quelli di modesta entità. Nel complesso, il calo dei tassi applicati dalle IFM sui prestiti a breve termine in febbraio è stato meno pronunciato dei decrementi generalmente molto consistenti osservati in gennaio. L'andamento riflette sostanzialmente variazioni analoghe dei tassi del mercato monetario corrispondenti nello stesso periodo. Ad esempio, in febbraio l'Euribor a tre mesi è sceso di 51 punti base.

I differenziali tra i tassi del mercato monetario e i tassi di interesse a breve termine delle IFM sono rimasti ampi in febbraio (cfr. figura 16), per effetto del ritardo nella trasmissione delle variazioni dei

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

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

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

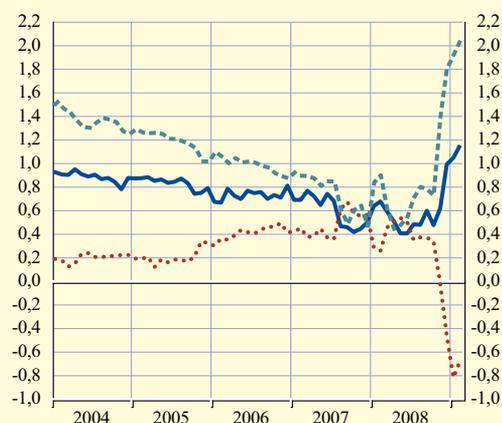


Fonte: BCE.

**Figura 16 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.

tassi di riferimento ai tassi applicati su prestiti e depositi al dettaglio. Ad esempio, tra settembre e febbraio l'Euribor a tre mesi è sceso di 307 punti base, rispetto ai 182 punti base dei tassi di interesse applicati ai prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno e ai 252 punti base per i prestiti di importo considerevole erogati alle società non finanziarie a condizioni analoghe. Vi sono tuttavia indicazioni che le recenti variazioni dei tassi di riferimento si trasmettano ai tassi sui prestiti e depositi al dettaglio in misura analoga al passato, tenendo conto della consueta inerzia nell'adeguamento dei tassi bancari al dettaglio e degli elevati premi al rischio di credito insiti nei timori esistenti circa le prospettive per la posizione di bilancio dei prenditori.

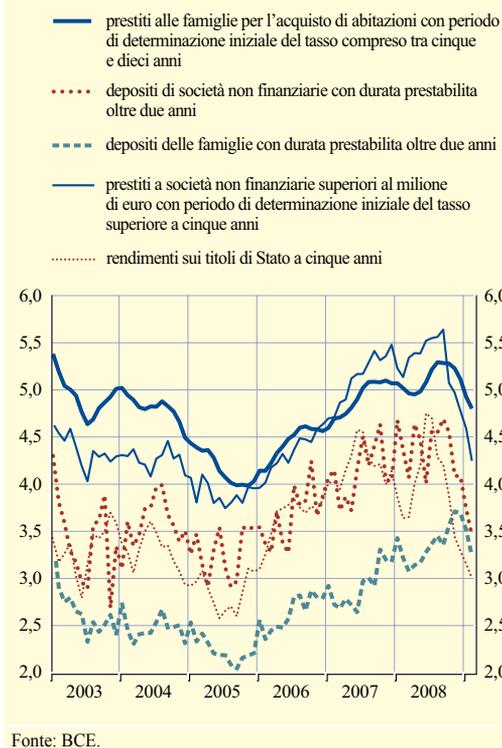
Il calo generalizzato dei tassi di interesse riguarda anche i tassi a lungo termine delle IFM, in quanto tutti i tassi di interesse delle IFM con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a due anni in febbraio sono ulteriormente diminuiti (cfr. figura 17). Nel mese, ad esempio, i tassi di interesse a lungo termine applicati dalle IFM ai prestiti di importo elevato alle società non finanziarie sono scesi mediamente di 34 punti base, flessione notevolmente superiore a quella registrata per i tassi di interesse a lungo termine applicati alle famiglie sui mutui per l'acquisto di abitazioni, che hanno evidenziato un calo di 13 punti base. A differenza delle scadenze più brevi, la diminuzione dei tassi di interesse a lungo termine delle IFM è rimasta in genere lievemente superiore a quella registrata dai tassi dei mercati obbligazionari corrispondenti. Il rendimento dei titoli di Stato a cinque anni, ad esempio, è sceso di 15 punti base fra gennaio e febbraio, mentre il rendimento dei titoli di Stato decennali è lievemente aumentato.

In una prospettiva di più lungo periodo, la maggior parte dei tassi di interesse a lungo termine delle IFM sui prestiti alle famiglie è rimasta sostanzialmente invariata da metà 2007. I tassi di interesse a lungo termine delle IFM sui prestiti di importo elevato alle società non finanziarie sono invece diminuiti considerevolmente: in febbraio si sono collocati su un livello compreso, a seconda della scadenza, fra i 100 e i 170 punti base al di sotto di quelli osservati a metà 2007. Al contempo i tassi a lungo termine su prestiti di modesta entità (inferiori a 1 milione di euro) sono scesi solo marginalmente. Nello stesso periodo i rendimenti dei titoli di Stato a medio e lungo termine hanno evidenziato un calo considerevole (fra i 50 e i 150 punti base).

Quanto agli andamenti della redditività delle banche dell'area dell'euro, i margini tra prestiti e depositi sia sugli importi in essere sia su quelli relativi a nuove operazioni sono lievemente aumentati in febbraio per la prima volta dall'ottobre 2008, a indicazione di un modesto miglioramento della capacità degli enti creditizi dell'area dell'euro di generare utili. Entrambe le misure sono rimaste tuttavia notevolmente al di sotto dei livelli registrati prima delle turbolenze finanziarie.

**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)



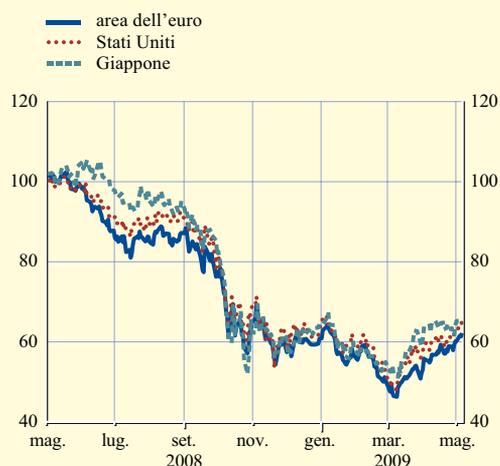
## 2.6 MERCATI AZIONARI

*In aprile e agli inizi di maggio i corsi azionari mondiali hanno continuato ad aumentare, spinti soprattutto dall'ulteriore miglioramento del clima di fiducia del mercato riguardo alle attività rischiose in un contesto di primi segni di un possibile rallentamento del deteriorarsi delle prospettive economiche. Tra la fine di marzo e il 6 maggio le quotazioni azionarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono aumentate rispettivamente del 19 e del 15 per cento. Gli incrementi più significativi sono stati nuovamente registrati dalle azioni del settore bancario. La volatilità implicita dei mercati azionari è significativamente diminuita, suggerendo che gli investitori prevedono che le condizioni del mercato rimangano relativamente positive.*

Fra la fine di marzo e il 6 maggio i corsi azionari mondiali hanno continuato ad aumentare, estendendo il recupero osservato in marzo. Nel complesso, fra la fine di marzo e il 6 maggio le quotazioni azionarie dell'area dell'euro, misurate dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, sono aumentate del 19 per cento, mentre quelle degli Stati Uniti, misurate dall'indice Standard and Poor's 500, sono salite del 15 per cento (cfr. figura 18). Nello stesso periodo i prezzi azionari giapponesi, misurati dall'indice Nikkei 225, hanno evidenziato un incremento dell'11 per cento. L'incertezza di breve periodo nei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita desumibile dal prezzo delle opzioni, è significativamente diminuita nei principali mercati (cfr. figura 19), mentre ha segnato un lieve calo la volatilità attesa (e i premi connessi), su un orizzonte di due anni, delle azioni comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx 50. Nel complesso, questi indicatori suggeriscono che gli operatori di mercato si attendono ora che le condizioni più calme del mercato osservate nelle settimane recenti si mantengano per qualche tempo. Inoltre, il compenso per l'assunzione del rischio di volatilità potrebbe essere diminuito parallelamente ad altri premi al rischio, esercitando un'ulteriore pressione al ribasso sulla volatilità implicita.

**Figura 18 Indici dei corsi azionari**

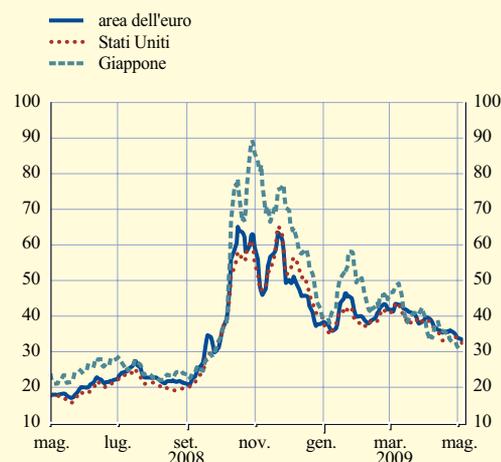
(indice: 1° maggio 2008 = 100; dati giornalieri)



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

**Figura 19 Volatilità implicita dei mercati azionari**

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



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

I recenti segnali incoraggianti nei mercati azionari e in quelli del credito sia societario sia sovrano, pur non trovando un corrispondente marcato miglioramento negli indicatori macroeconomici, indicano tuttavia un significativo aumento della fiducia fra gli investitori. Si tratta di un'inversione almeno parziale delle visioni molto pessimistiche rispecchiate nei prezzi delle attività rischiose. La ridefinizione dei prezzi potrebbe riflettere un giudizio più fiducioso da parte del mercato sull'efficacia delle misure di sostegno adottate dal settore pubblico, in assenza di ulteriori shock avversi importanti nel settore finanziario. Anche in aprile e nei primi giorni di maggio, infatti, le azioni del settore finanziario hanno continuato a mostrare gli incrementi più marcati.

I corsi azionari dell'area dell'euro sono aumentati in misura lievemente superiore rispetto agli Stati Uniti, presumibilmente riflettendo un parziale riallineamento dopo gli aumenti relativamente più sostenuti di marzo in quest'ultimo paese. In una prospettiva settoriale, la rivalutazione nel periodo in esame è stata particolarmente marcata per il comparto bancario, il cui indice settoriale corrispondente nell'area dell'euro è ulteriormente aumentato del 38 per cento e quello negli Stati Uniti del 49 per cento. Benché meno sostenuti, gli aumenti dei corsi azionari delle società non finanziarie quotate sono ammontati al 14 per cento nell'area dell'euro e al 13 per cento negli Stati Uniti.

Gli utili sia effettivi sia attesi per le società quotate dell'area dell'euro hanno continuato a diminuire in aprile, ancorché a un ritmo inferiore rispetto ai mesi recenti. La crescita sui dodici mesi degli utili effettivi per azione relativi alle società che compongono l'indice Dow Jones Euro Stoxx ha registrato in aprile un ulteriore calo marginale al -31,1 per cento, dal -30,6 di marzo. La crescita prevista degli utili per azione su un orizzonte di dodici mesi si è collocata in aprile al -2,9 per cento, evidenziando un ulteriore peggioramento dal -1,9 di marzo. L'andamento degli utili ha continuato a presentare in aprile marcate differenze fra i settori. Mentre il comparto non finanziario ha registrato una diminuzione sui dodici mesi degli utili per azione pari al 22 per cento, le società quotate appartenenti al comparto finanziario hanno subito un calo prossimo al 60 per cento.

### Riquadro 3

#### I CONTI INTEGRATI DELL'AREA DELL'EURO PER IL QUARTO TRIMESTRE DEL 2008

Questo riquadro presenta i conti integrati dell'area dell'euro (*euro area accounts*, EAA) diffusi il 30 aprile 2009 sul sito Internet della BCE<sup>1)</sup>. I dati pubblicati forniscono informazioni esaustive su reddito, spesa, finanziamento e scelte di portafoglio dei settori istituzionali dell'area dell'euro fino al quarto trimestre del 2008. Mostrano inoltre come gli operatori economici hanno reagito all'acuirsi della crisi finanziaria, al connesso aumento dell'incertezza e alla contrazione dell'attività a livello mondiale. I conti dell'area dell'euro presentano tre grandi vantaggi. Innanzi tutto, riportano dati ancora inediti, relativi in particolare al settore privato non finanziario (famiglie e società non finanziarie). Includono inoltre informazioni coerenti per ciascun settore istituzionale considerato nel suo insieme, integrando i conti finanziari e quelli non finanziari. Infine, raggruppano i dati in un quadro unificato, potenziando così le possibilità di analisi sia delle interazioni fra variabili finanziarie e variabili reali, sia delle interrelazioni fra i settori istituzionali<sup>2)</sup>.

1) I dati sono consultabili sul sito Internet della BCE alla pagina <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2019181>.

2) Per una presentazione dei conti dell'area dell'euro, si veda l'articolo *L'introduzione di statistiche sui conti trimestrali per settore relative all'area dell'euro*, nel numero di novembre del 2007 di questo Bollettino.

Il moderato rallentamento ciclico osservato nell'attività economica fino all'estate del 2008 ha assunto bruscamente i toni di una decisa contrazione alla fine dell'anno. Nel quarto trimestre pertanto la crescita sul periodo corrispondente del reddito nominale disponibile dell'area dell'euro ha segnato una battuta d'arresto, che ha interessato tutti i settori, anche se in misura diversa, e colpito in particolar modo le famiglie e le amministrazioni pubbliche.

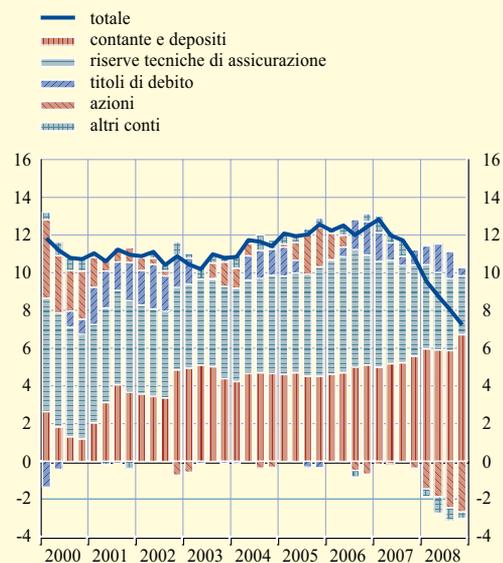
### Le scelte economiche dei settori istituzionali

Nel quarto trimestre la crescita del reddito nominale delle 'famiglie' (fino ad allora robusta) ha subito un marcato rallentamento, imputabile alla repentina decelerazione dei redditi da lavoro, sia dipendente che autonomo, nonché alla brusca contrazione dei redditi da capitale. Questi effetti negativi sono stati solo in parte attenuati da un'ulteriore decelerazione delle imposte. Pertanto, nonostante la marcata riduzione del deflatore dei consumi (dal 3,9 per cento nel terzo trimestre all'1,9 nel quarto) il tasso di crescita sul periodo corrispondente del reddito disponibile delle famiglie in termini reali si è mantenuto sui livelli contenuti dei due trimestri precedenti (0,7 per cento, il tasso annuale più basso dal 2003). La maggiore incertezza riguardo al futuro quadro economico e alle prospettive sui mercati del lavoro e degli immobili residenziali, insieme alla forte riduzione della ricchezza finanziaria netta delle famiglie (dovuta alle minusvalenze sulle azioni detenute), hanno spinto questo settore a ridurre ancora i consumi reali e ad accrescere ulteriormente il risparmio, il cui tasso è salito fino al 14,2 per cento nel quarto trimestre (in base alla somma mobile di quattro trimestri). A ciò si è aggiunta una riduzione degli investimenti delle famiglie (in abitazioni), che ha determinato un'ulteriore crescita dell'accREDITAMENTO netto del settore e contribuito a diminuirne il finanziamento mediante prestiti. Dal lato dell'attivo, il clima di marcata incertezza economica e finanziaria ha accresciuto altresì la preferenza per gli strumenti liquidi (cfr. figura A); le famiglie hanno pertanto continuato a riallocare i loro investimenti finanziari a favore di contante e depositi, ridotto l'esposizione in strumenti più rischiosi (azioni quotate, quote di fondi comuni) e rallentato l'accumulo di attività meno liquide (riserve tecniche di assicurazione).

Per effetto della pronunciata contrazione dell'attività economica nel quarto trimestre, il valore aggiunto nominale delle 'società non finanziarie' non ha evidenziato variazioni rispetto al periodo corrispondente dell'anno precedente. Le società hanno reagito tempestivamente al rallentamento tramite un contenimento della spesa per redditi da lavoro dipendente (in larga misura tramite un effetto di "volume": riduzione del numero di occupati e delle ore lavorate per occupato), limitando così l'impatto negativo sui margini complessivi (il tasso di crescita sul periodo corrispondente del margine operativo lordo è stato di 4,1 per cento, contro +1,6 per cento nel terzo trimestre). Il risparmio delle società non finanziarie ha persino registrato

**Figura A Investimenti finanziari delle famiglie**

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



Fonte: BCE.

una crescita positiva, alimentata dal calo dei dividendi e delle imposte dirette. A fronte della contrazione della domanda internazionale, del minore grado di utilizzo della capacità produttiva e dell'inasprimento delle condizioni finanziarie, il tasso di variazione degli investimenti fissi delle società non finanziarie ha subito un crollo (-3,3 per cento sui dodici mesi), dopo aver mostrato una prolungata capacità di tenuta (+7 per cento nell'anno terminato nel terzo trimestre del 2008). In risposta a questi bruschi aggiustamenti, le società non finanziarie – che per lungo tempo avevano accresciuto il ricorso al finanziamento esterno (cfr. figura B) – sono riuscite a ridurre il proprio indebitamento netto nel quarto trimestre, malgrado l'impatto avverso della recessione. Esse hanno altresì ridotto notevolmente gli acquisti di azioni quotate nel quarto trimestre del 2008, in netto contrasto con l'accumulo registrato fino al terzo trimestre, e limitato le operazioni di riacquisto di azioni proprie. Inoltre, nonostante la generale corsa al contante, le società non finanziarie hanno continuato ad attingere alle loro riserve di liquidità, mentre sono fortemente decelerati i depositi e sono proseguite le vendite nette di titoli di debito e di quote di fondi comuni, ancorché a un ritmo più contenuto (cfr. figura B).

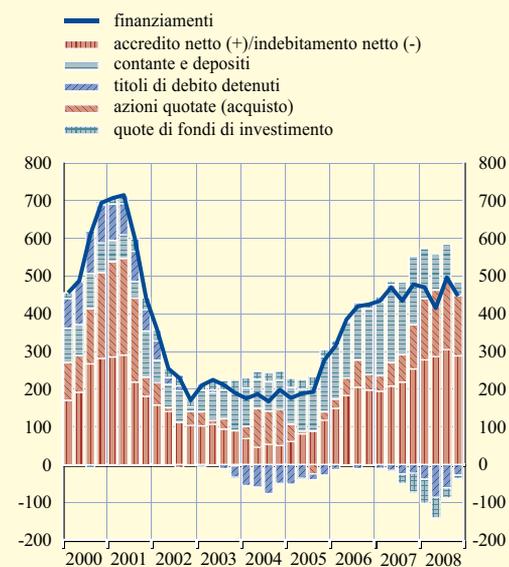
Nonostante l'ulteriore rallentamento del tasso di variazione sul periodo corrispondente del finanziamento esterno delle società non finanziarie, il finanziamento tramite prestiti ha continuato ad essere sostenuto, sia per l'esigenza di finanziare il loro indebitamento netto, tuttora elevato, sia per via dell'utilizzo di preesistenti linee di credito e altri accordi di finanziamento. Dopo la paralisi delle settimane successive alla bancarotta di Lehman Brothers, il mercato dei titoli di debito è tornato a funzionare verso la fine dell'anno e l'attività di emissione ha segnato un recupero, anche se con premi più elevati. Nel corso del trimestre quindi le emissioni hanno accelerato, anche per effetto dell'inasprimento dei criteri di erogazione del credito bancario.

Il rapido deterioramento dei conti delle 'amministrazioni pubbliche' va ampiamente ricondotto all'impatto degli stabilizzatori automatici che, nel contesto del rallentamento economico, hanno comportato un netto calo delle imposte dirette corrisposte dalle società non finanziarie, una diminuzione delle imposte indirette e una crescita contenuta delle imposte dirette versate dalle famiglie. Nel quarto trimestre, le amministrazioni finanziarie hanno accresciuto notevolmente le emissioni di debito per finanziare sia i disavanzi effettivi, sia le ingenti acquisizioni di attività (prestiti, titoli di debito e azioni non quotate) effettuate nel quadro dei piani di salvataggio finanziario (circa 190 miliardi di euro nel solo quarto trimestre).

Pur mantenendosi su livelli elevati, il reddito disponibile delle 'società finanziarie' si è contratto a causa del diminuito reddito da dividendi (sebbene i dividendi distribuiti abbiano continuato ad essere ragguardevoli); queste società, peraltro, hanno registrato un recupero dei margini opera-

**Figura B Fonti di finanziamento delle società non finanziarie (SNF) e utilizzo dei fondi**

(somma mobile su quattro trimestri; miliardi di euro)



Fonti: BCE e Eurostat.

Note: a fini espositivi, alcune transazioni in attività sono al netto dei finanziamenti, essendo prevalentemente interni al settore (prestiti, azioni non quotate, altri conti attivi e passivi).

tivi lordi, grazie all'ampliamento dei margini di interesse e al marcato rallentamento dei redditi da lavoro dipendente. In ragione del perdurante processo di riduzione della leva finanziaria, gli incrementi aggiuntivi ai bilanci trimestrali sono fortemente diminuiti (100 miliardi di euro per trimestre, contro gli importi fino a 1.000 miliardi registrati in precedenza). Nell'insieme del quarto trimestre, le minusvalenze del settore sulle attività strutturate detenute sono state compensate dalle plusvalenze sulle disponibilità di titoli di Stato.

### Reddito e accredito netto/indebitamento netto dell'area dell'euro

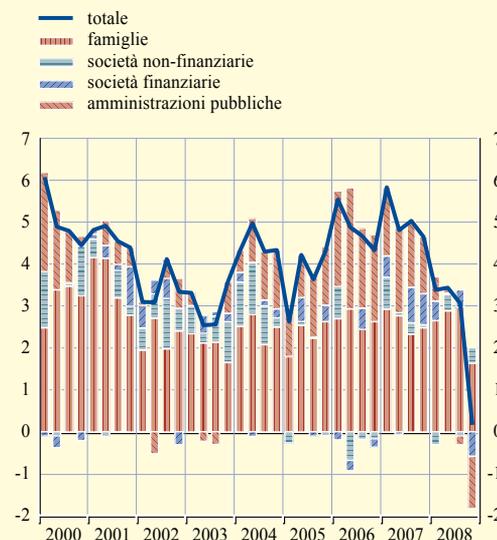
Il rallentamento del PIL nominale ha impresso una brusca battuta d'arresto alla crescita del reddito disponibile lordo dell'area dell'euro (in termini nominali), che nel quarto trimestre del 2008 è stata dello 0,2 per cento sul periodo corrispondente del 2007, contro il 3,1 per cento nel terzo trimestre. Hanno risentito di questa marcata decelerazione soprattutto le amministrazioni pubbliche e le famiglie, mentre il reddito delle società non finanziarie ha evidenziato un recupero. La capacità di tenuta mostrata nei trimestri precedenti dal reddito disponibile lordo delle famiglie si è indebolita, registrando nel quarto trimestre un tasso di incremento sul periodo corrispondente del 2,5 per cento, contro il 4,6 per cento del terzo trimestre. Per effetto degli stabilizzatori automatici, il reddito lordo disponibile delle amministrazioni pubbliche si è contratto fortemente nel quarto trimestre (-4,9 per cento), segnando una repentina caduta rispetto ai livelli del terzo e del primo trimestre, pari rispettivamente a -1 e +2,9 per cento. Una sensibile flessione è stata segnata anche dal reddito disponibile delle società finanziarie (cfr. figura C).

Nel quarto trimestre la contrazione del risparmio lordo nell'area dell'euro è ulteriormente accelerata (-7 per cento sul periodo corrispondente) in ragione del deciso calo del tasso di risparmio delle amministrazioni pubbliche e delle società finanziarie, risultato superiore all'aumento di quello delle famiglie. La crescita degli investimenti fissi lordi nell'area è divenuta negativa. Dal lato delle società non finanziarie, gli investimenti fissi, che in precedenza avevano mostrato una relativa capacità di tenuta (+5,4 per cento fino al terzo trimestre), hanno registrato una contrazione del 5,5 per cento nell'anno terminato nel quarto trimestre. La contrazione è connessa al notevole ridimensionamento dei piani di sviluppo delle aziende, nel contesto di un inasprimento delle condizioni finanziarie e di un deterioramento delle prospettive di domanda. Anche gli investimenti delle famiglie (investimenti in edilizia residenziale e investimenti fissi delle imprese senza personalità giuridica) sono ulteriormente diminuiti sul periodo corrispondente del 5,5 per cento.

Poiché il risparmio è diminuito più degli investimenti, il saldo accredito/indebitamento netto dell'area dell'euro (diventato negativo nel secondo trimestre del 2008) ha

**Figura C Reddito disponibile lordo nell'area dell'euro – contributi settoriali**

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

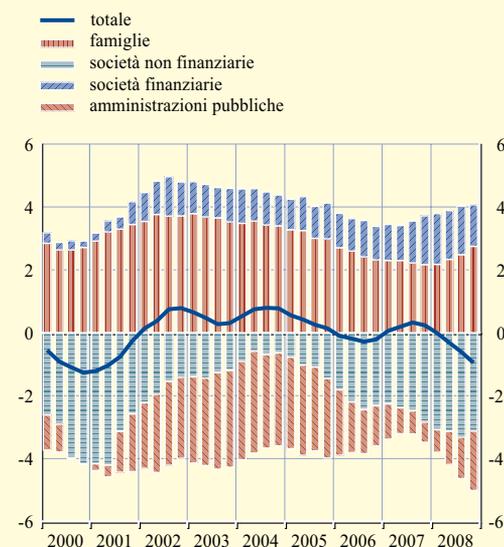


Fonti: Eurostat e BCE.

continuato a deteriorarsi, risultando in un disavanzo del -0,9 per cento del PIL in base alla somma mobile su quattro trimestri. L'indebitamento netto dell'area nell'ultimo anno rispecchia il disavanzo di conto corrente e di conto capitale. Questo peggioramento, verificatosi nonostante l'effetto favorevole della diminuzione dei prezzi delle materie prime alla fine del 2008, va ricondotto sia alla marcata contrazione dei volumi di esportazioni nette, dovuta al raffreddamento della domanda estera, sia alla diminuzione dei redditi da capitale. Sul piano settoriale, il deterioramento della posizione dell'area relativa all'accREDITAMENTO/indebitamento netto è imputabile al deciso aumento dell'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, che ha superato la crescita dell'accREDITAMENTO netto delle famiglie e la riduzione dell'indebitamento netto delle società non finanziarie (cfr. figura D).

**Figura D Accredimento netto/indebitamento netto nell'area dell'euro**

(in percentuale del PIL; somma mobile su quattro semestri)



Fonti: Eurostat e BCE.

Di conseguenza, l'area dell'euro nel suo insieme ha nuovamente evidenziato un fabbisogno netto di finanziamento nell'anno terminato nel quarto trimestre del 2008, rispecchiando il saldo fra risparmio e investimenti dal lato non finanziario. Le protratte turbolenze finanziarie hanno determinato un notevole rallentamento delle operazioni transfrontaliere lorde. Gli afflussi netti a favore dei depositi, che risultavano ancora elevati nei primi tre trimestri, sono diminuiti considerevolmente nel quarto a causa della paralisi dell'attività interbancaria transfrontaliera successiva alla bancarotta di Lehman Brothers. Tuttavia il calo è stato in parte compensato da un'accelerazione degli afflussi netti verso i titoli di debito. Sono proseguiti i deflussi "netti" annuali di titoli azionari, mentre sono rallentati i flussi netti negativi di prestiti (divenuti positivi unicamente nel quarto trimestre).

### Il finanziamento dei settori non finanziari e i mercati finanziari

La crescita sul periodo corrispondente del finanziamento totale dei settori non finanziari ha segnato un lieve recupero nel quarto trimestre del 2008 in base a una somma mobile in ragione della sostenuta attività di emissione di debito pubblico, mentre il finanziamento dei settori diversi dalle pubbliche amministrazioni ha continuato a rallentare<sup>3)</sup>. Sul fronte degli investimenti finanziari, l'acquisizione netta di attività da parte dei settori non finanziari è aumentata nel quarto trimestre; l'andamento risulta dal volume eccezionale di attività accumulato dalle amministrazioni pubbliche, in connessione soprattutto con gli interventi di salvataggio finanziario. Per contro, l'acquisizione netta di attività finanziarie da parte di famiglie e società non finanziarie è ulteriormente rallentata.

3) Il tasso di crescita del finanziamento totale sul periodo corrispondente riportato dai conti dell'area dell'euro risulta più modesto rispetto ai tassi della componente finanziamenti desunti dalle statistiche della BCE bancarie monetarie e sulle emissioni di titoli, per via della più ampia copertura e di altre differenze metodologiche.

Sul piano degli strumenti, nel mercato dei titoli di debito le amministrazioni pubbliche hanno aumentato massicciamente le emissioni nette, mentre le IFM sono divenute acquirenti nette, riprendendo a effettuare acquisizioni e riducendo le emissioni nette (scese su valori negativi). Sono aumentate anche le acquisizioni nette del resto del mondo, mentre le famiglie sono risultate venditrici e le società di assicurazione e i fondi pensione hanno rallentato le acquisizioni. Sul mercato dei fondi comuni, i rimborsi netti di quote di fondi non monetari hanno accelerato e il resto del mondo ha effettuato vendite nette. Sul mercato delle azioni quotate, le società non finanziarie hanno ridotto le acquisizioni, mentre IFM e famiglie sono ampiamente rimaste venditrici nette.

#### **Le dinamiche di bilancio sono state dominate dalle minusvalenze sulle consistenze detenute**

Nel contesto di minore crescita generalizzata del finanziamento, gli andamenti dei bilanci sono stati dominati dalle minusvalenze sulle consistenze detenute. Il ribasso delle quotazioni azionarie internazionali ha determinato una contrazione della ricchezza finanziaria netta delle famiglie, per un importo complessivo di 1.500 miliardi di euro nell'anno terminato nel quarto trimestre del 2008. Sul mercato obbligazionario, il rialzo dei titoli di Stato (e del valore del dollaro statunitense) nella seconda metà del 2008 ha compensato le ingenti svalutazioni di "attività tossiche". Va considerato peraltro che, per quanto riguarda i prestiti, (valutati al valore nominale), la perdita definitiva derivante dalla loro inesigibilità incide sulla ricchezza finanziaria del creditore solo quando il prestito viene effettivamente cancellato, il che avviene generalmente con un sostanziale ritardo.

## 3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in aprile l'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC si sarebbe collocata allo 0,6 per cento, invariata rispetto al mese precedente. 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 mantenersi temporaneamente su 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, in aprile l'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC sarebbe rimasta invariata rispetto al mese precedente, allo 0,6 per cento (cfr. tavola 4). Sebbene non siano ancora disponibili i dati disaggregati relativi a tale stima, è emerso che in aprile non vi sono stati effetti base significativi. L'andamento dei corsi petroliferi e le informazioni esistenti a livello nazionale suggeriscono che le dinamiche dei prezzi dei beni energetici e alimentari avrebbero esercitato un effetto frenante sull'inflazione, mentre il tasso annuale di crescita dei prezzi dei servizi e dei beni industriali non energetici sarebbe aumentato.

La scomposizione dei dati di marzo indica che il calo dell'inflazione rispetto al mese precedente rispecchia una flessione del tasso di crescita sui dodici mesi di gran parte delle componenti dell'indice, in particolare dei beni energetici e dei servizi, ed è in parte ascrivibile a effetti base (cfr. figura 20). In marzo la dinamica dei prezzi dei beni energetici è scesa a -8,1 per cento. Tale flessione è riconducibile in larga misura a un sostenuto effetto base al ribasso, anche se, nonostante i rincari petroliferi osservati in marzo, le quotazioni dei beni energetici sono calate dell'1,2 per cento rispetto a febbraio, principalmente a causa del decremento dei prezzi dei carburanti per trasporto e dei combustibili per riscaldamento. Il calo particolarmente pronunciato delle quotazioni dei combustibili per riscalda-

**Tavola 4 Andamenti dei prezzi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2007	2008	2008 nov.	2008 dic.	2009 gen.	2009 feb.	2009 mar.	2009 apr.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo <sup>1)</sup>	2,1	3,3	2,1	1,6	1,1	1,2	0,6	0,6
Beni energetici	2,6	10,3	0,7	-3,7	-5,3	-4,9	-8,1	.
Alimentari non trasformati	3,0	3,5	2,8	2,8	2,6	3,3	2,4	.
Alimentari trasformati	2,8	6,1	4,2	3,5	2,7	2,0	1,6	.
Beni industriali non energetici	1,0	0,8	0,9	0,8	0,5	0,7	0,8	.
Servizi	2,5	2,6	2,6	2,6	2,4	2,4	1,9	.
<b>Altri indicatori di prezzi e costi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,7	5,9	2,8	1,1	-0,7	-1,7	-3,1	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	52,8	65,9	43,1	32,1	34,3	34,6	36,5	39,0
Prezzi delle materie prime non energetiche	9,2	4,4	-7,7	-17,1	-20,7	-24,5	-24,9	-19,5

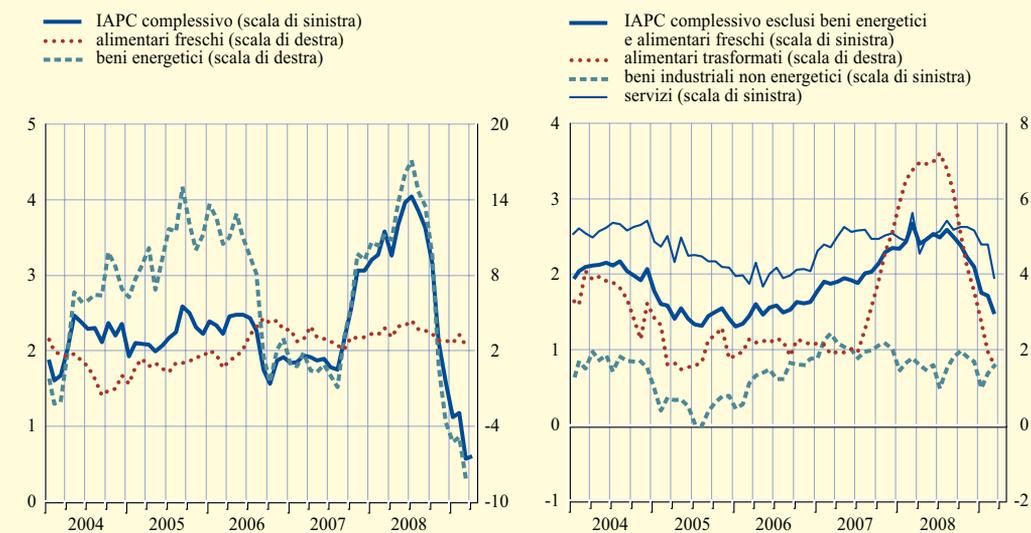
Fonti: Eurostat, HWWI ed elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream.

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

1) Il dato sullo IAPC di aprile 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.

mento è stato determinato soprattutto dalla significativa contrazione dei margini di raffinazione di gasolio e diesel fino a metà marzo. Tra febbraio e marzo sono diminuiti anche i prezzi al consumo del gas, in seguito all'effetto ritardato delle passate flessioni delle quotazioni petrolifere.

In marzo il tasso di crescita annuale dei prezzi degli alimentari freschi è sceso al 2,4 per cento, dal 3,3 di febbraio. Tutte le voci componenti l'indice hanno contribuito a questo calo, in particolare i prezzi degli ortaggi, che nei primi mesi del 2009 avevano segnato un forte incremento dovuto alle condizioni meteorologiche. In marzo la variazione tendenziale dei prezzi degli alimentari trasformati è diminuita all'1,6 per cento, dal 2,0 di febbraio, a causa di un effetto base. La dinamica di breve periodo di tale componente non ha mostrato variazioni significative negli ultimi mesi, a indicare che probabilmente l'inversione di tendenza dello shock sui prezzi degli alimentari si sta lentamente esaurendo.

Al netto delle voci alimentari ed energetiche, che costituiscono circa il 30 per cento del paniere dello IAPC, l'inflazione è diminuita all'1,5 per cento in marzo, a seguito di un forte calo dell'inflazione nei servizi. In effetti, i prezzi dei beni industriali non energetici sono stati gli unici, tra le componenti principali dell'indice, che hanno registrato un incremento della crescita sui dodici mesi. Questa accelerazione deve essere vista soprattutto in relazione al periodo dei saldi, che di norma inizia in gennaio e termina a marzo. I prezzi dell'abbigliamento e delle calzature, che ne risentono in modo particolare, sono aumentati sensibilmente in marzo rispetto al mese precedente, determinando un incremento della dinamica sui dodici mesi di questo sub-indice. Anche altre voci, meno stagionali, dei beni industriali non energetici hanno registrato in marzo accelerazioni più lievi dei prezzi, in particolare quelli delle autovetture. Nel complesso, gli andamenti aggregati dei prezzi dei beni industriali non energetici non avrebbero ancora risentito in maniera significativa del calo dell'attività e della generale debolezza della domanda. Per contro, tra febbraio e marzo l'inflazione nei servizi è diminuita dal 2,4 all'1,9 per cento, il livello più basso dall'agosto 2006. La determinante principale di tale flessione è rinvenibile nei fattori stagionali, in seguito alla diversa cadenza delle festività pasquali rispetto allo scorso anno e quindi al calo significativo della dinamica dei prezzi delle voci connesse alle vacanze (vacanze orga-

nizzate, servizi alberghieri e trasporto aereo). Inoltre, al calo dell'inflazione nei servizi ha contribuito anche un lieve rallentamento dei prezzi dei ristoranti e delle telecomunicazioni.

### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

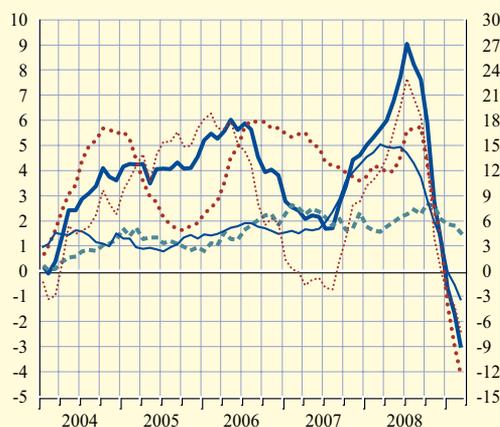
Negli ultimi mesi le spinte inflazionistiche lungo la filiera produttiva si sono attenuate ulteriormente dopo aver raggiunto livelli molto elevati nell'estate dello scorso anno. La crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è scesa a -3,1 per cento in marzo, da -1,7 in febbraio. Tutte le componenti hanno contribuito a questo ulteriore calo dell'inflazione, ma in particolare i beni energetici e intermedi, a causa degli andamenti dei prezzi del petrolio e delle materie prime industriali. Tra febbraio e marzo la dinamica della componente energetica è diminuita da -4,2 a -7,3 per cento, in seguito a un'ulteriore flessione sul mese precedente e a un effetto base. Al netto dell'energia (e delle costruzioni), l'inflazione tendenziale alla produzione è scesa a -1,7 per cento in marzo, riflettendo in particolare gli andamenti dei prezzi dei beni intermedi e non durevoli. Sempre in marzo la variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni intermedi è scesa a -4,1 per cento, in ragione di un'ulteriore flessione sul mese precedente, mentre la dinamica dei prezzi dei beni di investimento è diminuita all'1,5 per cento. Agli stadi successivi della produzione il tasso di variazione tendenziale dei prezzi dei beni di consumo è sceso a -1,2 per cento, soprattutto a causa del continuo calo dei prezzi dei beni non durevoli. Questi ultimi hanno risentito della flessione dei prezzi degli alimentari in seguito all'inversione di tendenza dello shock sulle materie prime alimentari (cfr. figura 21).

I dati recenti desunti dalle indagini sul processo di formazione dei prezzi da parte delle imprese suggeriscono che l'allentamento delle spinte inflative sulla filiera produttiva si sta stabilizzando (cfr. figura 22). In base all'ultimo indice dei responsabili degli acquisti, quello dei prezzi degli input

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

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



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

**Figura 22 Indagini sui prezzi degli input e dell'output**

(indici di diffusione; dati mensili)

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



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

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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

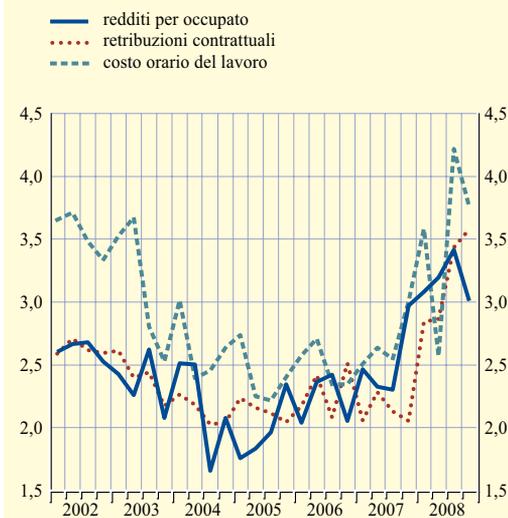
nel settore manifatturiero e quello dei prezzi applicati alla clientela nei settori manifatturiero e dei servizi sono aumentati lievemente in Aprile per la prima volta dalla metà del 2008, mentre l'indice dei prezzi degli input nei servizi è diminuito solo marginalmente. Tutti gli indici, comunque, sono rimasti su livelli molto contenuti.

### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

I dati statistici disponibili indicano che nell'ultimo trimestre del 2008 è continuata la crescita sostenuta 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 è stata influenzata dai pagamenti una tantum in un grande paese dell'area. Tuttavia, i dati disponibili suggeriscono che la dinamica delle retribuzioni contrattuali potrebbe aver rallentato nel primo trimestre del 2009. Altri indicatori della crescita salariale sono diminuiti nel quarto trimestre del 2008. Il tasso di variazione annuale del costo orario del lavoro nell'area dell'euro è lievemente sceso al 3,8 per cento. La riduzione delle ore lavorate nell'industria manifatturiera in seguito al calo dell'attività economica ha fatto innalzare il costo orario del lavoro. Se si tiene conto di tale riduzione, 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 3,4 per cento nel terzo trimestre al 3,0 nel quarto. Tale rallentamento, insieme all'accelerazione delle retribuzioni contrattuali, indicherebbe che le imprese si stanno adoperando attivamente per ridurre il costo del lavoro. Allo stesso tempo, la produt-

**Figura 23 Indicatori del costo del lavoro**

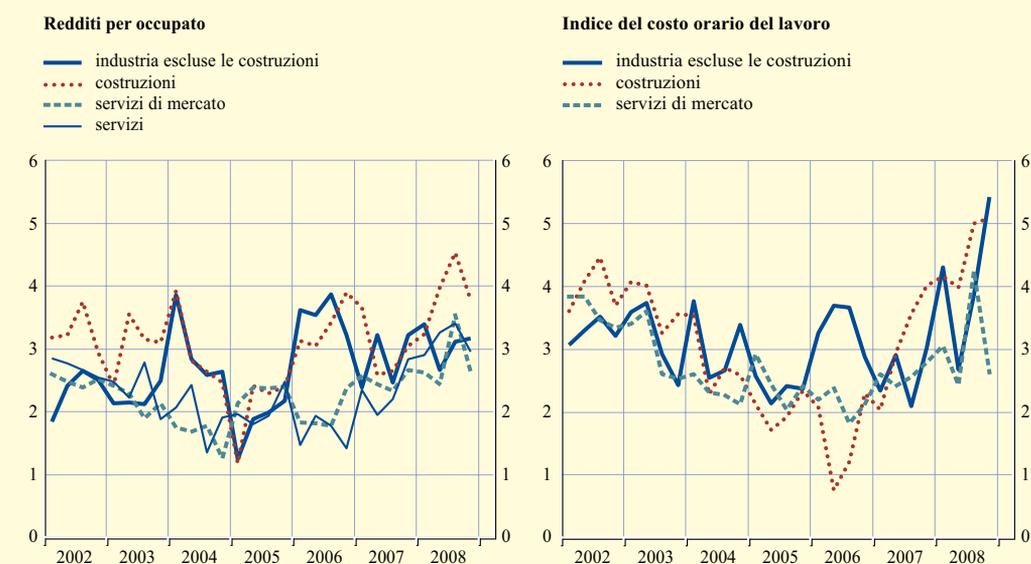
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



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)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

tività per occupato è diminuita su base annua a -1,4 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 4,5 per cento, toccando il livello più elevato da oltre un decennio.

### 3.4 I PREZZI DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI NELL'AREA DELL'EURO

L'inflazione dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro ha continuato a calare nel 2008, in linea con la tendenza flettente successiva al forte incremento delle valutazioni nel periodo fino al 2005. La crescita dei prezzi delle abitazioni è andata costantemente diminuendo da un massimo del 7,7 per cento nella prima metà del 2005 allo 0,6 nel secondo trimestre del 2008 (cfr. tavola 6). A livello nazionale l'inflazione dei prezzi degli immobili residenziali ha registrato nel 2008 un marcato rallentamento in gran parte dei paesi dell'area e un netto calo su base annua in sei paesi dell'area, secondo gli ultimi dati disponibili. Le recenti dinamiche dei prezzi in questo settore suggeriscono che in generale i paesi dove in passato l'incremento dei prezzi delle abitazioni è stato più pronunciato sono anche quelli che attualmente fanno segnare le correzioni più consistenti di tali prezzi.

### 3.5 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in aprile l'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC si sarebbe collocata allo 0,6 per cento, invariata rispetto al mese precedente. Il calo dell'inflazione in atto dalla scorsa estate è riconducibile principalmente alla netta flessione dei prezzi delle

**Tavola 6 Prezzi nominali degli immobili residenziali nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	Pesi %	1999 - 2005 (variazione media annua)	2006	2007	2008	2008		2008				2009
						prima metà	seconda metà	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4°trim.	1° trim.
Belgio <sup>1)</sup>	3,7	9,4	11,1	9,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Germania <sup>2)</sup>	27,0	-0,9	0,2	0,7	0,2	-	-	-	-	-	-	-
Irlanda <sup>2)</sup>	2,1	12,2	13,4	0,9	-9,4	-9,0	-9,8	-8,6	-9,4	-10,0	-9,7	-9,8
Grecia <sup>2)</sup>	2,5	9,5	12,2	4,6	2,6	2,6	2,7	1,7	3,5	2,4	2,9	-
Spagna <sup>2)</sup>	11,7	13,8	10,4	5,8	0,7	2,9	-1,4	3,8	2,0	0,4	-3,2	-
Francia <sup>1)</sup>	21,1	11,2	12,1	6,6	1,3	3,7	-1,0	4,3	3,0	0,8	-2,9	-
Italia <sup>2)</sup>	17,1	7,5	5,8	4,9	4,2	4,5	3,9	-	-	-	-	-
Cipro	0,2	-	10,0	15,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Lussemburgo <sup>2)</sup>	0,4	11,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Malta <sup>2)</sup>	0,1	10,8	3,5	1,1	-2,7	-1,7	-3,8	-0,7	-2,7	-3,2	-4,4	-
Paesi Bassi <sup>1)</sup>	6,3	7,8	4,6	4,2	2,9	3,7	2,2	4,2	3,1	2,8	1,7	-0,3
Austria <sup>2)3)</sup>	3,0	0,7	4,0	4,1	-	1,0	-	2,1	-0,2	0,7	-	-
Portogallo <sup>2)</sup>	1,8	2,9	2,1	1,3	3,9	3,1	4,7	2,3	4,0	4,8	4,7	2,7
Slovenia	0,4	-	12,9	16,9	9,6	10,8	8,5	-	-	-	-	-
Slovacchia <sup>1)</sup>	0,6	-	16,8	23,9	-	32,8	-	34,5	31,2	19,9	-	-
Finlandia <sup>1)</sup>	2,0	-	7,4	5,9	0,9	3,2	-1,4	3,7	2,7	0,6	-3,4	-
Area dell'euro	100	6,6	6,5	4,4	1,7	2,8	0,6	-	-	-	-	-

Fonti: fonti nazionali ed elaborazioni della BCE.

Nota: i pesi sono basati sul PIL nominale del 2007. La stima dell'aggregato dell'area dell'euro si basa sull'interpolazione dei dati per la Germania.

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

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

3) Fino al 2000 i dati riguardano solo Vienna.

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 mantenersi temporaneamente su 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 positiva e al di sotto del 2 per cento nel 2010, grazie all'effetto frenante esercitato dalla protratta debolezza della domanda nell'area dell'euro e nel resto del mondo.

I risultati dell'ultima *Survey of Professional Forecasters* (SPF) della BCE (cfr. riquadro 4) mostrano che le aspettative di inflazione sono state ulteriormente riviste al ribasso per il 2009 e il 2010 rispetto alla precedente indagine e ora si collocano rispettivamente allo 0,5 e all'1,3 per cento. Quelle a più lungo termine sono rimaste invariate all'1,9 per cento. Ciò conferma che 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.

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 4

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

Questo riquadro presenta i risultati della *Survey of Professional Forecasters* (SPF) per il secondo trimestre del 2009, condotta dalla BCE fra il 16 e il 20 aprile 2009 sulla base delle risposte di 52 previsori. La SPF raccoglie le aspettative sull'inflazione, sulla crescita del PIL e sulla disoccupazione nell'area dell'euro formulate da esperti di istituzioni finanziarie e non finanziarie con sede nell'Unione europea<sup>1)</sup>.

**Aspettative di inflazione per il 2009 e il 2010**

Le aspettative di inflazione per il 2009 e il 2010 degli intervistati sono state riviste al ribasso rispetto alla precedente indagine (condotta in gennaio) e portate rispettivamente allo 0,5 e all'1,3 per cento (cfr. la tavola seguente)<sup>2)</sup>. La maggior parte degli interpellati ha menzionato i forti effetti base risultanti dai bassi corsi delle materie prime e dal calo dei prezzi degli alimentari quali aspetti caratterizzanti il profilo a breve termine dell'inflazione.

Le aspettative di inflazione che emergono dalla SPF per il 2009 e il 2010 sono più vicine al limite superiore degli intervalli di valori riportati nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2009 (ultimate alla fine di febbraio 2009)

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

IAPC complessivo	Orizzonte di previsione				A più lungo termine <sup>2)</sup>
	2009	marzo 2010	2010	marzo 2011	
SPF, 2° trim. 2009	0,5	1,2	1,3	1,6	1,9
Precedente SPF, 1° trim. 2009	0,9	-	1,6	-	1,9
Proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE	0,1-0,7	-	0,6-1,4	-	-
Consensus (aprile 2009)	0,4	-	1,3	-	1,9
Euro Zone Barometer (aprile 2009)	0,5	-	1,2	-	1,9
Crescita del PIL in termini reali	2009	4° trim. 2009	2010	4° trim. 2010	A più lungo termine <sup>2)</sup>
SPF, 2° trim. 2009	-3,4	-2,0	0,3	0,9	1,9
Precedente SPF, 1° trim. 2009	-1,7	-	0,6	-	2,0
Proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE	-3,2 - -2,2	-	-0,7-0,7	-	-
Consensus (aprile 2009)	-3,4	-	0,3	-	1,9
Euro Zone Barometer (aprile 2009)	-3,2	-	0,3	-	2,0
Tasso di disoccupazione <sup>1)</sup>	2009	febbraio 2010	2010	febbraio 2011	A più lungo termine <sup>2)</sup>
SPF, 2° trim. 2009	9,3	10,3	10,5	10,5	8,4
Precedente SPF, 1° trim. 2009	8,7	-	9,4	-	7,8
Consensus (aprile 2009)	9,3	-	10,2	-	-
Euro Zone Barometer (aprile 2009)	9,2	-	10,3	-	9,2

1) In percentuale delle forze di lavoro.

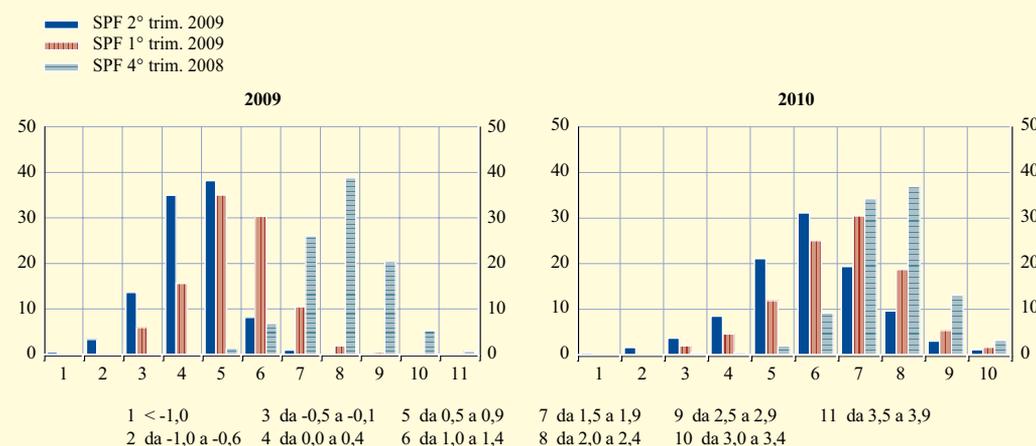
2) Le aspettative di inflazione a più lungo termine si riferiscono al 2013 nella presente SPF e nell'*Euro Zone Barometer* e al periodo 2015-2019 in *Consensus Economics*.

1) Data la diversità dei partecipanti censiti, i risultati aggregati dell'indagine possono riflettere un insieme relativamente eterogeneo di opinioni e ipotesi soggettive.

2) Ulteriori dati sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo [www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html).

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

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

e sostanzialmente in linea con quelle pubblicate nelle edizioni dell'aprile 2009 di *Consensus Economics* ed *Euro Zone Barometer* per entrambi gli anni.

Ai partecipanti alla SPF è stato inoltre chiesto di valutare la probabilità che i risultati futuri dell'inflazione si collochino all'interno di determinati intervalli. La distribuzione di probabilità ricavata dall'aggregazione delle risposte degli interpellati fornisce una sintesi delle loro stime. Essa consente altresì di valutare in che modo gli intervistati ponderino, in media, il rischio che i risultati effettivi si situino al di sopra o al di sotto dell'intervallo ritenuto più probabile. In linea con il calo medio delle stime puntuali per il 2009 e il 2010, la distribuzione di probabilità aggregata si è spostata verso valori più bassi (cfr. figura A). Nel complesso, i partecipanti ritengono che i rischi relativi alle previsioni a più breve termine siano al ribasso, poiché la debolezza dell'attività economica, il ridotto potere delle imprese nel determinare i prezzi e il crescente tasso di disoccupazione dovrebbero più che compensare eventuali rischi al rialzo derivanti da potenziali rincari delle materie prime o dagli andamenti dei cambi. Nondimeno, alcuni intervistati hanno citato i più elevati corsi delle materie prime, i passati accordi salariali e l'ingente liquidità presente nell'economia come rischi al rialzo verso la fine del 2009 e nel 2010.

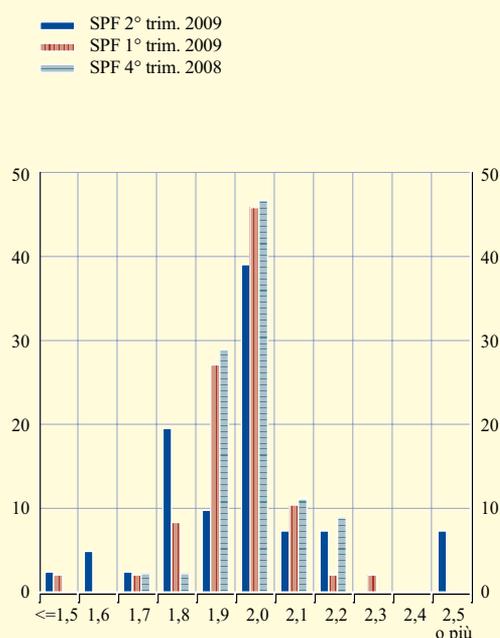
### Indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine

Le aspettative di inflazione a più lungo termine (per il 2013) sono rimaste invariate, all'1,9 per cento. La stima puntuale media è in linea con le ultime proiezioni di inflazione a lungo termine fornite da *Consensus Economics* e da *Euro Zone Barometer* nell'aprile 2009.

La stabilità della stima puntuale media, all'1,9 per cento, in questa indagine è associata a un aumento della divergenza fra le attese di inflazione a più lungo termine degli intervistati a causa di diverse anomalie (cfr. figura B). Nel contempo, la probabilità che l'inflazione a più lungo termine si collochi su un livello pari o superiore al 2 per cento è diminuita al 46 per cento, dal 49 nell'indagine precedente (cfr. figura C). Questi risultati possono essere raffrontati con il tasso di inflazione di pareggio,

**Figura B Distribuzione cross-section delle aspettative di inflazione a lungo termine (2013) fra gli intervistati per la Survey of Professional Forecasters (SPF)**

(percentuali di intervistati)

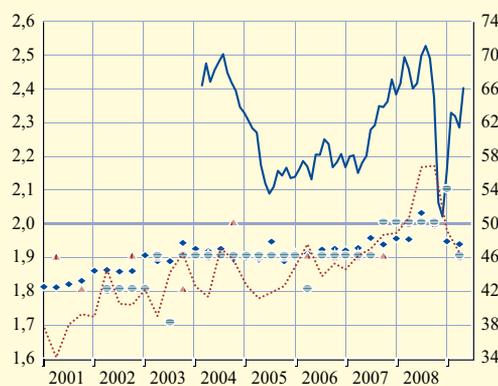


Fonte: BCE.

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

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

- ◆ SPF (per il 2013; scala di sinistra)
- ▲ Consensus Economics (per il periodo 2015-2019; scala di sinistra)
- Euro Zone Barometer (per il 2013; scala di sinistra)
- tasso di inflazione di pareggio implicito nei tassi di interesse a termine atteso tra cinque anni per il quinquennio successivo, destagionalizzato (scala di sinistra)
- ⋯ probabilità che l'inflazione a lungo termine si collochi su un valore pari o superiore al 2 per cento (scala di destra)



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

un indicatore delle aspettative di inflazione a più lungo termine degli operatori di mercato, calcolato come differenziale di rendimento tra le obbligazioni nominali e quelle indicizzate all'inflazione<sup>3)</sup>. Fino al settembre 2008 le variazioni della probabilità che l'inflazione a termine a cinque anni potesse collocarsi al 2 per cento o su livelli superiori erano, in media, sostanzialmente in linea con l'andamento dei corrispondenti indicatori per le attese di inflazione derivati dai mercati finanziari (ad esempio, l'inflazione di pareggio implicita nei tassi a termine a cinque anni per i cinque anni successivi, destagionalizzata)<sup>4)</sup>. Tuttavia, da allora e nel contesto dell'intensificarsi delle turbolenze nei mercati finanziari, le aspettative di inflazione ricavate da questi mercati sono state leggermente erratiche e potrebbero essere state distorte a causa degli sforzi degli investitori di ridurre il rischio e la leva finanziaria e della loro netta preferenza per attività più sicure e liquide<sup>5)</sup>.

### Aspettative per la crescita del PIL in termini reali

Gli intervistati hanno rivisto ulteriormente al ribasso le aspettative di crescita per il 2009 e si attendono ora che il PIL in termini reali dell'area dell'euro si contraiga del 3,4 per cento in tale

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

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

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

anno. Ciò rappresenta un nuovo e significativo ridimensionamento, di 1,7 punti percentuali, delle loro valutazioni sulla crescita per il 2009 rispetto all'ultima indagine. Anche le aspettative di crescita per il 2010 sono state corrette al ribasso, di 0,4 punti percentuali, e si collocano allo 0,2 per cento.

Nei commenti gli interpellati hanno menzionato un rallentamento generalizzato dell'economia contraddistinto da una debolezza della domanda sia interna che estera. Con particolare riguardo all'economia interna, la fiacca dinamica degli investimenti e dei consumi privati, le tensioni in atto nei mercati finanziari e le aspre condizioni di finanziamento sono state citate quali fattori alla base delle prospettive economiche a breve termine. Nel complesso, si ritiene che i rischi relativi alle previsioni siano al ribasso.

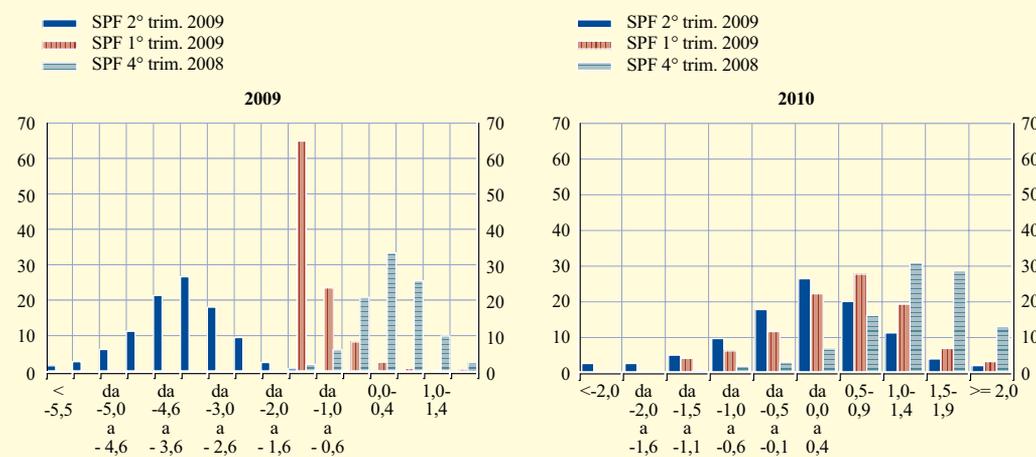
Le aspettative di crescita per il 2009 contenute nella SPF sono lievemente al di sotto dell'intervallo riportato nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2009, mentre quelle per il 2010 sono vicine al punto centrale dell'intervallo. Esse sono sostanzialmente in linea con quelle riportate da Euro Zone Barometer per entrambi gli anni, mentre rispetto alle previsioni contenute in Consensus Economics sono leggermente inferiori per il 2009.

In linea con la revisione al ribasso della crescita attesa del PIL in termini reali, la distribuzione di probabilità aggregata per il 2009 e il 2010 si è spostata verso risultati più bassi (cfr. figura D). Oltre a prevedere una crescita attesa del PIL negativa nel 2009, gli intervistati ora attribuiscono una probabilità piuttosto elevata (pari al 37 per cento) all'eventualità che questa sia negativa anche nel 2010. In aggiunta, sulla base della distribuzione di probabilità aggregata si stima che i rischi siano lievemente orientati verso il basso per entrambi gli anni.

L'incertezza derivata dalla distribuzione di probabilità aggregata relativa alle previsioni sul PIL in termini reali con orizzonte di uno e due anni permane elevata. Tuttavia, la maggior parte degli

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

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

intervistati si attende una certa ripresa nel corso del 2010, benché vi siano opinioni differenti sull'eventualità che questa avvenga nella prima o nella seconda metà dell'anno. Un miglioramento nei mercati di esportazione dell'area dell'euro e nell'interscambio mondiale nonché pacchetti di stimolo fiscale e bassi tassi di interesse di riferimento sono stati individuati quali fattori che ci si attende sostengano la ripresa dell'economia.

Le aspettative di crescita a più lungo termine (per il 2013) sono state riviste al ribasso all'1,9 per cento, rispetto al 2,0 nell'indagine precedente. Nel complesso, i partecipanti ritengono che tale scenario sia soggetto a rischi lievemente orientati verso il basso.

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

In linea con le revisioni al ribasso delle loro aspettative di crescita, i partecipanti alla SPF hanno corretto al rialzo le proprie aspettative per il tasso di disoccupazione su tutti gli orizzonti. Ci si attende in media che il tasso di disoccupazione raggiunga il 9,3 per cento nel 2009 (con una revisione al rialzo di 0,6 punti percentuali) per poi aumentare ulteriormente al 10,5 per cento nel 2010 (con una revisione al rialzo di 1,1 punti percentuali). Le aspettative per il tasso di disoccupazione a più lungo termine sono state riviste significativamente al rialzo (0,6 punti percentuali) per la seconda indagine consecutiva, e si situano ora all'8,4 per cento. Le misure strutturali di politica del mercato del lavoro sono state citate come rischio al ribasso per le previsioni.

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

Gli ultimi dati e gli indicatori delle indagini più recenti confermano che l'attività economica ha continuato a indebolirsi nell'area dell'euro nel corso del primo trimestre del 2009, parallelamente al progressivo deterioramento dell'economia mondiale. L'indebolimento del primo trimestre sembra essere stato significativamente più pronunciato di quanto previsto in marzo. Più di recente alcune indagini congiunturali hanno evidenziato timidi segnali di stabilizzazione ancorché su livelli molto contenuti. Nel complesso, è probabile che l'attività rimanga molto moderata per il resto dell'anno e registri poi una graduale ripresa nel 2010. In particolare, il sostanziale calo dei prezzi delle materie prime in atto 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 sinora per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario sia all'interno che all'esterno dell'area dell'euro. I rischi per queste prospettive rimangono sostanzialmente equilibrati.

### 4.1 I COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

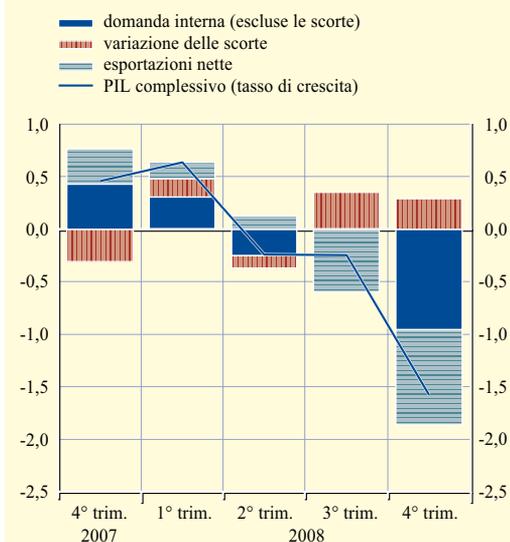
Il ritmo dell'attività nell'area dell'euro è diminuito nettamente nell'ultimo trimestre del 2008. La seconda stima dell'Eurostat ha rivisto al ribasso la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro di 0,1 punti percentuali all'1,6 per cento sul trimestre precedente nell'ultimo trimestre del 2008 (cfr. figura 25). I dati, sia di tipo quantitativo sia di tipo qualitativo, relativi ai primi mesi di quest'anno indicano una contrazione molto pronunciata nel primo trimestre del 2009.

La seconda stima della scomposizione delle componenti del PIL nel quarto trimestre del 2008 ha confermato la caduta dei consumi privati, mentre gli investimenti sono stati corretti al ribasso. La stima ha altresì evidenziato che il contributo negativo dell'interscambio netto è stato maggiore di quanto ritenuto in precedenza, a causa di revisioni verso il basso delle esportazioni. Il contributo delle scorte è rimasto invariato. Il riquadro 5 presenta gli andamenti recenti delle scorte nell'area dell'euro utilizzando informazioni complementari fornite dalle indagini.

I recenti risultati degli indicatori della spesa per consumi suggeriscono che la domanda dei consumatori ha continuato a essere fiacca all'inizio del 2009. In marzo, le vendite al dettaglio (pari a circa il 45 per cento della spesa per consumi) si sono contratte dello 0,6 per cento sul mese precedente. Il minor livello delle vendite al dettaglio ha rispecchiato principalmente una flessione delle vendite di generi alimentari. Malgrado un lieve miglioramento in aprile, la fiducia dei consumatori è rimasta su livelli molto bassi. In termini di media mobile a tre mesi, la fiducia dei consumatori è diminuita ogni mese dal luglio 2007. Nel contempo, vi sono alcuni fattori che potrebbero contribuire a frenare il calo dei consumi atteso per il 2009. In primo luogo, i dati sulle immatricolazioni di nuove autovetture nel

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.

primo trimestre sono meno negativi rispetto al quarto trimestre del 2008 grazie agli incentivi governativi per l'acquisto di autovetture. In secondo luogo, i consumi dovrebbero trarre vantaggio dalle iniziali diminuzioni dei prezzi delle materie prime che sorreggono il reddito reale. Infine, sebbene gli impatti sull'economia reale delle oscillazioni a breve termine dei prezzi delle attività non debbano essere sopravvalutati, la recente stabilizzazione dei mercati azionari ha concorso ad attenuare leggermente gli effetti negativi del calo dei mercati finanziari osservato dalla metà del 2007 (cfr. sezione 2.5).

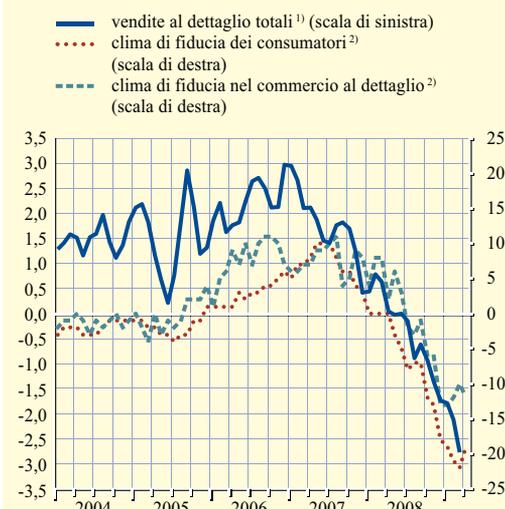
In prospettiva, i consumi dovrebbero rimanere moderati per via di un ulteriore deterioramento del mercato del lavoro e della scarsa fiducia dei consumatori. Nel contempo, le sostanziali flessioni dei prezzi delle materie prime forniranno probabilmente sostegno al reddito disponibile reale e alla spesa.

In linea con quanto osservato in precedenti periodi di recessione economica, gli investimenti fissi lordi sono stati una delle principali determinanti dell'attuale rallentamento dell'attività economica.

I dati pubblicati sul PIL dell'area dell'euro del quarto trimestre hanno rivelato alcune differenze tra le componenti degli investimenti, in quanto quelli in beni diversi dalle costruzioni (principalmente attività destinate a essere utilizzate per la produzione di beni e servizi) sono calati del 5,3 per cento sul trimestre precedente, mentre quelli in costruzioni hanno registrato una diminuzione del 2,7 per cento. Gli investimenti delle imprese continueranno probabilmente a fornire un contributo negativo alla crescita economica per tutto il 2009 a causa dell'attesa contrazione dell'attività complessiva interna ed estera, alla minore redditività delle imprese e ai vincoli di finanziamento. Per quanto riguarda quest'ultimo punto, l'indagine di aprile sul credito bancario per l'area dell'euro ha mostrato una riduzione della domanda di prestiti a favore delle imprese nel primo trimestre del 2009, che è stata provocata da una netta flessione del fabbisogno finanziario collegato a investimenti fissi (cfr. riquadro 2). Gli investimenti in costruzioni dovrebbero altresì rimanere moderati nel 2009, principalmente per effetto della correzione del mercato immobiliare che è associata a un calo dei prezzi delle abitazioni in diversi paesi dell'area dell'euro. La leva finanziaria relativamente elevata tra le società dell'area dell'euro potrebbe ulteriormente attenuare la loro propensione a fare nuovi investimenti nel 2009. I conti dell'area dell'euro mostrano che la posizione di accreditamento netto/indebitamento netto delle imprese non finanziarie dell'area dell'euro ha continuato a peggiorare (cfr. riquadro 3).

**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. Al netto dei carburanti  
2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati e al netto della media.

#### Riquadro 5

#### ANDAMENTO RECENTE DELL'ACCUMULAZIONE DELLE SCORTE

Il presente riquadro esamina i dati disponibili relativi all'andamento recente delle scorte e ne considera le implicazioni per la valutazione della situazione economica attuale. Dati gli ampi

riscontri di un consistente decumulo delle scorte nell'area dell'euro e nel resto del mondo nei mesi recenti, forniti ad esempio dalle indagini condotte per l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI)<sup>1)</sup>, è importante capire gli effetti di tale fattore sugli sviluppi recenti e futuri.

Storicamente, il fatto che il ciclo delle scorte possa accentuare in modo prociclico sia la recessione sia la conseguente ripresa è stata una caratteristica comune delle fasi di rallentamento economico. All'inizio del periodo recessivo, si verifica un'accumulazione involontaria delle scorte, dato che la diminuzione della domanda è più rapida dell'aggiustamento della produzione. Tale periodo è seguito da un processo di decumulo: le imprese cercano di ridurre il livello delle scorte tramite tagli alla produzione, pur mantenendo i flussi di cassa. Una volta raggiunto il minimo dell'attività, il contributo delle scorte alla crescita del PIL ricomincia ad aumentare, sospingendo la ripresa economica complessiva.

Verrebbe da chiedersi in quale misura l'attuale ciclo delle scorte segue questo andamento stilizzato e quali differenze possono essere osservate. Concentrandosi sul periodo più recente, le informazioni desunte dalla contabilità nazionale per il quarto trimestre del 2008 differiscono all'interno dell'area dell'euro: alcuni paesi hanno segnalato ampi contributi negativi delle scorte alla crescita del PIL (ad esempio la Francia), altri ampi contributi positivi (Germania e Paesi Bassi), mentre il contributo alla crescita del PIL nell'area dell'euro è stato positivo (dopo valori pari a 0,2, -0,1 e 0,3 punti percentuali rispettivamente nel primo, secondo e terzo trimestre del 2008)<sup>2)</sup>. Il presente riquadro è incentrato sulle informazioni complementari fornite dalle indagini, che hanno il vantaggio di essere disponibili con maggiore frequenza e tempestività.

### Evidenze fornite dalle indagini

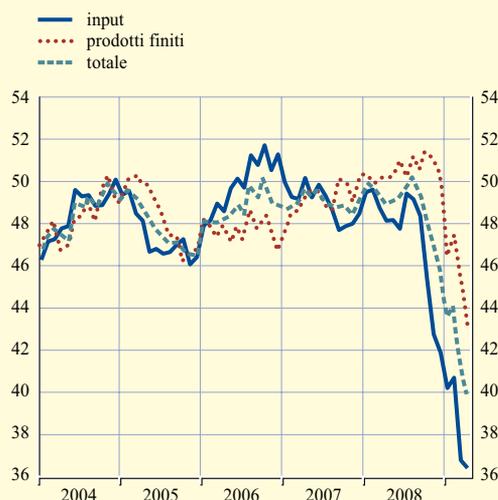
I riscontri forniti dalle indagini PMI indicano una fase di decumulo delle scorte nell'area dell'euro iniziata nell'ultimo scorcio del 2008. Sebbene le imprese manifatturiere abbiano accumulato consistenze di prodotti finiti fino a circa metà di dicembre del 2008 (e nel quarto trimestre del 2008 nel suo complesso), le scorte di beni di produzione si sono rapidamente ridotte dall'estate scorsa, così come quelle nel settore del commercio al dettaglio. Secondo le indagini, la portata del decumulo delle scorte si è estesa a tutta l'economia – includendo i prodotti finiti – e il ritmo della riduzione è accelerato in maniera pronunciata alla fine del 2008 e nel primo trimestre del 2009.

Tale andamento segnalato dalle inchieste non si è limitato all'area dell'euro, ma è osservabile in tutto il mondo. Negli Stati Uniti, il sondaggio presso i responsabili degli acquisti condotto dall'Institute for Supply Management (ISM) mostra che il processo accelerato di decumulo delle scorte è in atto nel settore manifatturiero almeno dal settembre del 2008. L'indice "global PMI" – che combina i risultati dei sondaggi PMI-Markit con quelli di altre indagini, come quelle condotte dall'ISM statunitense – mostra un decumulo accelerato nelle consistenze di beni di produzione nel settore manifatturiero almeno dal settembre del 2008 e persino da prima per alcune componenti, come l'indice PMI per il Regno Unito.

- 1) L'indice dei responsabili degli acquisti è prodotto da Markit.
- 2) Sebbene le statistiche di contabilità nazionale abbiano generalmente il vantaggio di offrire una copertura completa, l'interpretazione delle variazioni delle scorte su base trimestrale richiede cautela perché esse rappresentano la componente meno affidabile della scomposizione della spesa del PIL. A causa delle frequenti lacune di dati alla fonte sulle scorte con frequenza trimestrale, le variazioni nelle consistenze di magazzino hanno spesso un ruolo di primo piano nel processo di bilancio della contabilità nazionale e contengono quindi un ampio elemento residuale. La prassi mostra anche che gli sviluppi delle scorte sono spesso soggetti a consistenti revisioni. Cfr. 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.

**Figura A** Composizione delle variazioni delle scorte nel settore manifatturiero nell'area dell'euro

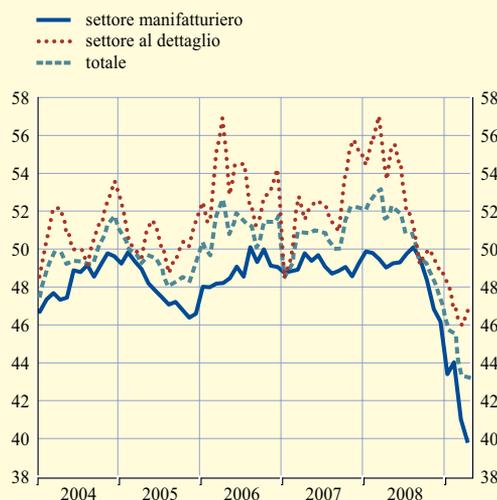
(indice di diffusione)



Fonti: PMI-Markit ed elaborazioni della BCE.  
Nota: l'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2009.

**Figura B** Variazione delle scorte del settore manifatturiero e al dettaglio nell'area dell'euro

(indice di diffusione)



Fonti: PMI-Markit ed elaborazioni della BCE.  
Nota: l'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2009.

Le figure A e B mostrano l'indice di diffusione del sondaggio PMI relativo alla domanda sulle scorte. Un valore superiore a 50 dovrebbe denotare un'accumulazione delle scorte, mentre un valore inferiore a tale cifra dovrebbe corrispondere a un decumulo<sup>3)</sup>. Tuttavia, l'interpretazione del valore 50 come una forma di equilibrio richiede cautela per due motivi. In primo luogo, vi è un certo grado di incertezza nello stabilire quale valore dell'indice sia compatibile con una variazione realmente nulla delle scorte. In secondo luogo, la crescita economica potrebbe essere compatibile con un decumulo protratto per periodi molto lunghi, data la crescente importanza dei servizi nell'economia e il continuo miglioramento delle tecniche della gestione delle scorte "just-in-time".

La figura A indica chiaramente una netta differenza nell'andamento delle scorte di materie prime e dei prodotti finiti nel settore manifatturiero. Il decumulo di materie prime ha probabilmente avuto inizio già nel settembre del 2008 e ha acquisito slancio in seguito. Per contro, l'accumulazione di consistenze di prodotti finiti sembra aver continuato (e persino leggermente accelerato) fino a metà di dicembre del 2008. Una media semplice delle due serie fornisce un profilo che suggerisce l'inizio del decumulo complessivo nelle imprese manifatturiere già nell'ottobre del 2008<sup>4)</sup>.

Mentre l'indagine PMI fornisce informazioni sulla variazione delle scorte in ogni periodo, altri sondaggi permettono di ottenere direttamente informazioni sui livelli delle scorte, chie-

3) Un indice di diffusione aggiunge la percentuale (appropriatamente ponderata) degli intervistati che hanno risposto "in aumento" con metà di quelli che hanno risposto "invariato". Per le scorte, gli intervistati sono pregati di paragonare lo stato nel mese corrente delle scorte di materie prime e beni intermedi acquistati e di prodotti finiti (in unità, non in base all'importo) con quello del mese precedente.

4) Tali risultati per l'area dell'euro sono generalmente replicati in ognuno dei paesi dell'area coperti dall'indice PMI, ad eccezione dell'Italia dove il decumulo delle scorte è cominciato nel 2009, e in misura minore, dell'Austria.

dedo agli intervistati in quale misura essi si scostano dal “normale” (come nelle indagini condotte presso le imprese dalla Direzione generale per gli affari economici e finanziari della Commissione europea – DG ECFIN – cfr. figura C). Il brusco aumento nella valutazione dei livelli delle scorte in confronto al “normale” nel corso del 2008 è in linea con i riscontri del sondaggio PMI di un’accumulazione delle consistenze di prodotti finiti nello stesso anno. Tuttavia, il fatto che tale indicatore abbia continuato a registrare livelli elevati nella valutazione dello stato delle scorte in confronto al “normale” agli inizi del 2009 potrebbe inizialmente sembrare contraddittorio rispetto ai dati PMI che suggerivano un calo. Le due serie possono però essere riconciliate se il processo di decumulo delle scorte di prodotti finiti segnalato dal sondaggio PMI è stato attuato volontariamente o considerato insufficiente, in un contesto in cui gli obiettivi relativi alle scorte delle imprese sono stati ridotti in parallelo ai livelli delle stesse.

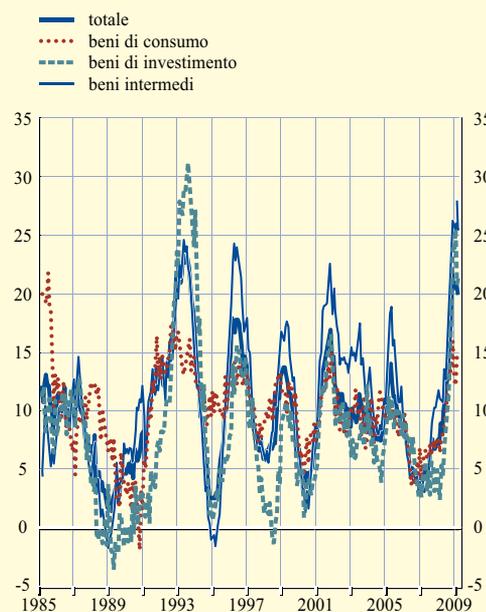
#### Interpretazione dei dati dell’ultima indagine

I riscontri forniti dall’indagine PMI suggeriscono, fra l’altro, che il rallentamento dei consumi delle famiglie nel corso del 2008 – sulla scia delle pressioni al ribasso sul potere d’acquisto di queste dovute al prezzo del petrolio – potrebbe aver colto di sorpresa il settore del commercio al dettaglio (così come i rivenditori di autovetture) e aver determinato un’accumulazione involontaria delle scorte. Inoltre, durante l’autunno, la riduzione degli ordini sull’estero, il calo degli investimenti e le condizioni finanziarie restrittive hanno indotto le imprese a ridurre le scorte. I dettaglianti hanno quindi diminuito le consistenze di beni destinati alla rivendita acquistando quantità inferiori di beni dalle imprese manifatturiere e queste ultime hanno ridotto le scorte di beni di produzione (materie prime e altri beni acquistati). Tale andamento ha portato a un accumulo involontario di prodotti finiti da parte delle imprese manifatturiere che, dati gli sfasamenti nella produzione, si sono trovate impossibilitate ad arginare le eccedenze a breve termine. Inoltre, questi sviluppi hanno fornito alle imprese manifatturiere ulteriori incentivi per ridurre le scorte di beni di produzione, anticipando le minori esigenze di produzione nel prossimo futuro. Le imprese hanno allora contratto rapidamente la produzione – ad esempio chiudendo le fabbriche per periodi più lunghi della consueta pausa natalizia – nel tentativo di ridimensionare le scorte eccedenti di prodotti finiti, che, da dicembre, hanno registrato una brusca riduzione.

Infine, anche la merce che è in transito nel contesto del commercio internazionale può rientrare in un concetto più vasto di scorte e figurare nei dati PMI. Considerata la marcata contrazione del commercio internazionale, sembra probabile che vi sia stato un calo significativo nelle scorte di beni attualmente in transito.

**Figura C Confronto con livelli di scorte “normali” nel settore manifatturiero nell’area dell’euro**

(saldi netti)



Fonte: Direzione Generale Affari economici e finanziari.  
Nota: l’ultima osservazione si riferisce ad aprile 2009.

### Implicazioni di questo movimento pronunciato nelle scorte

Il pronunciato decumulo delle scorte alla fine del 2008 e nel primo trimestre del 2009 suggerisce che il prodotto dell'area dell'euro sia di fatto diminuito più della domanda finale nel primo trimestre di quest'anno. Pertanto, se, come atteso, vi è stata una forte contrazione del PIL nel primo trimestre, quest'ultima potrebbe aver contenuto una consistente componente tecnica di riflesso all'aggiustamento delle scorte. I dati PMI indicano anche che il decumulo nel primo trimestre del 2009 ha probabilmente raggiunto un tasso eccezionalmente elevato. Sulla base delle recenti informazioni vi si potrebbe aspettare però che il ritmo della riduzione delle scorte rallenti nei trimestri a venire.

Tale rallentamento avrebbe implicazioni per la crescita del PIL nel corso di quest'anno. È importante notare che non è la variazione trimestrale delle scorte in sé ad avere un impatto sulla crescita trimestrale del PIL, bensì la "variazione nella variazione" (ossia la sua accelerazione o decelerazione). Ciò deriva dal fatto che è la variazione delle consistenze a figurare nella scomposizione della spesa del livello del PIL (come la produzione che non è venduta nello stesso periodo contabile e che quindi incrementa le scorte di quel periodo). Per questo motivo è la variazione nella variazione (ossia la variazione nel flusso) delle scorte ad avere un impatto sulla crescita del PIL. Pertanto, un contributo positivo delle scorte alla crescita non dipende necessariamente da un'accumulazione delle consistenze, ma semplicemente da un rallentamento del ritmo del decumulo.

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

La seconda stima del valore aggiunto in termini reali nel quarto trimestre del 2008 è rimasta sostanzialmente invariata rispetto alla stima preliminare. Nell'industria al netto delle costruzioni il valore aggiunto è diminuito del 5,5 per cento sul trimestre precedente, mentre nel settore delle costruzioni è sceso dell'1,7 per cento (un'analisi più dettagliata del rallentamento dell'attività nel settore delle costruzioni è fornita nel riquadro 6). Nel settore dei servizi la flessione del valore aggiunto è stata più modesta, pari allo 0,5 per cento sul trimestre precedente.

Gli indicatori mensili suggeriscono che l'attività economica è rimasta molto moderata nel primo trimestre del 2009. Dopo un pronunciato calo in gennaio, in febbraio la produzione industriale dell'area dell'euro è diminuita del 2,3 per cento (cfr. figura 27). La brusca contrazione della produzione nei primi due mesi del 2009, insieme al significativo effetto trascinarsi negativo dovuto al calo della produzione nel quarto trimestre, suggerisce un'ulteriore considerevole diminuzione dell'attività industriale dell'area dell'euro nel primo trimestre dell'anno.

Di recente, le indagini congiunturali presso le imprese hanno mostrato alcuni timidi segnali di moderazione del ritmo della contrazione (cfr. figura 28). Ad esempio, gli indici dell'attività ricavati dall'indagine dei responsabili degli acquisti (PMI) sono migliorati leggermente in marzo e aprile (pur rimanendo nettamente al di sotto della soglia di 50, a indicazione di una contrazione dell'economia). Analogamente, l'indagine della Commissione europea ha indicato che la fiducia è migliorata leggermente in aprile dal minimo storico di marzo. Nel complesso, le ultime indagini PMI e della Commissione europea suggeriscono che il ritmo della contrazione dell'attività potrebbe essere diminuito.

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

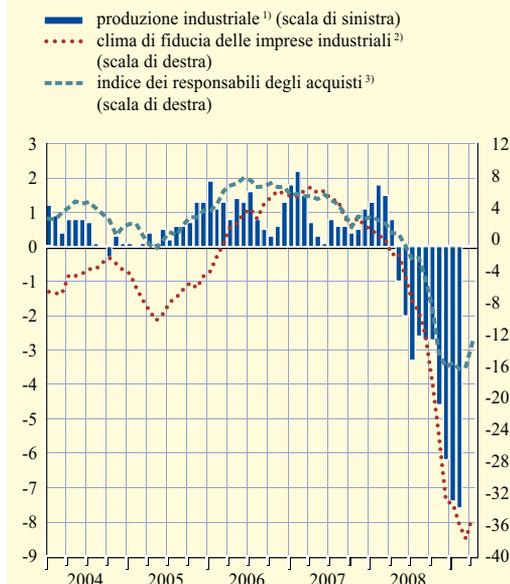
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



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.

**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.

**Riquadro 6**

**IL RALLENTAMENTO NEL SETTORE DELLE COSTRUZIONI**

L'attività nel settore delle costruzioni si è contratta per quasi un anno. Il rallentamento è cominciato a metà del 2007 e alla fine del 2008 il declino è stato del 3,5 per cento su base annua, e, secondo gli indicatori disponibili, nei primi mesi del 2009 si sarebbe ulteriormente accentuato. Scopo di questo riquadro è valutare la recente debolezza del settore delle costruzioni in una prospettiva di più lungo termine, prendendo in esame alcune sue caratteristiche cicliche, nonché il suo peso all'interno dell'economia dell'area dell'euro.

A partire dal 2004 il settore delle costruzioni ha registrato una rapida espansione nell'insieme dell'area, che ha raggiunto un livello massimo agli inizi del 2007, come illustrano chiaramente gli andamenti degli investimenti, del valore aggiunto e della produzione ad esso relativi (cfr. figura A). Con riferimento ai singoli paesi, i contributi maggiori a questa espansione nel periodo 2004-2007 sono stati prodotti in Italia, Francia e, in particolare, dalla Spagna, compensando la contrazione del settore delle costruzioni tedesco. Per quanto riguarda il tipo di costruzioni (cfr. figura B), nel periodo in esame la dinamica sostenuta del settore va ricondotta principalmente alla rapida espansione del comparto relativo alle costruzioni edilizie, che ricomprende sia gli

**Figura A Investimenti, valore aggiunto e indice di produzione del settore delle costruzioni**

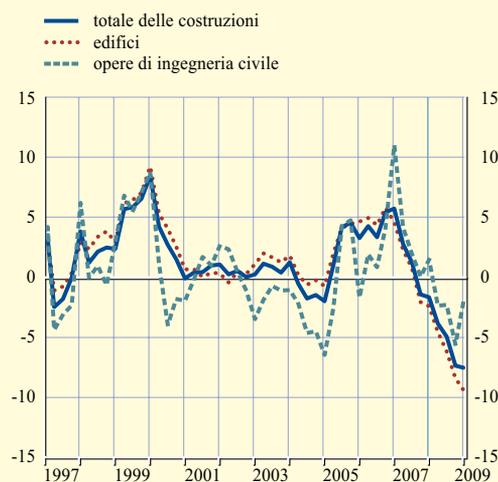
(variazioni percentuali su periodo corrispondente, dati trimestrali)



Fonte: Eurostat.

**Figura B Edifici, opere di ingegneria civile e costruzioni (totale): indici di produzione**

(variazioni percentuali su periodo corrispondente, dati trimestrali)



Fonte: Eurostat.

immobili ad uso abitativo che l'edilizia non residenziale. L'altro segmento del settore, rappresentato dalle opere di ingegneria civile (il cui principale cliente è il settore pubblico), ha invece registrato una crescita modesta prima del 2007.

Il settore delle costruzioni, e in particolare il comparto relativo alle costruzioni edilizie, sono caratterizzati da un utilizzo relativamente intensivo del lavoro. Secondo i dati Eurostat<sup>1)</sup>, l'incidenza dei costi del personale sulla spesa totale è elevata nell'insieme del settore (23,3 per cento), e cresce notevolmente nelle attività di completamento e finitura delle costruzioni (30,8 per cento), ben superiore alla media del settori di attività non finanziarie (16,4 per cento). Di conseguenza, la creazione di posti di lavoro nelle costruzioni è stata particolarmente sostenuta nel periodo 2004-2007<sup>2)</sup>, quando è stata pari al 17 per cento della crescita netta dell'occupazione totale dell'area, una percentuale significativamente superiore alla quota del 6 per cento rappresentata dal settore in termini di valore aggiunto. Se si considerano inoltre i potenziali effetti indiretti del settore delle costruzioni su altri comparti (prodotti in metallo, cemento, industria del legno, servizi immobiliari, ecc.), è naturale che esso meriti particolare attenzione nell'ambito della valutazione degli andamenti ciclici dell'economia dell'area dell'euro.

Un'altra caratteristica del settore delle costruzioni è data dai prolungati tempi di produzione, che lo rendono molto dipendente dai finanziamenti esterni. Di recente, la BCE ha iniziato a stimare i dati sui prestiti alle società non finanziarie dell'insieme dell'area disaggregati per branca di attività (classificazione NACE). Per la prima volta è quindi possibile valutare l'entità del fabbisogno finanziario del settore. Nell'analizzare i risultati è tuttavia necessaria una certa cautela,

1) *European business: Facts and figures*, Eurostat, 2007.

2) Cfr. il riquadro 9 *Andamento dell'occupazione nel settore delle costruzioni dell'area dell'euro*, nel numero di marzo 2008 di questo Bollettino.

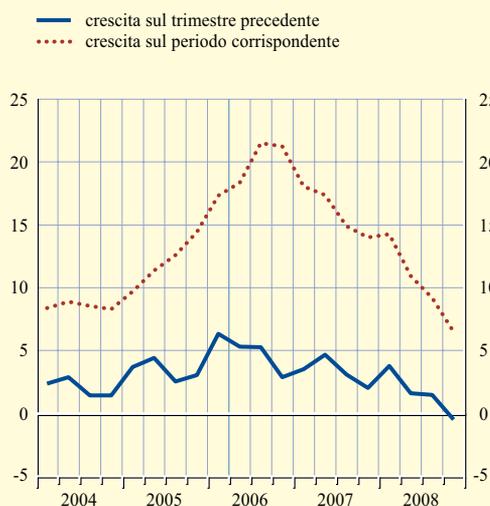
poiché si basano su statistiche nazionali non armonizzate, le quali differiscono per molti aspetti. Secondo i nuovi dati prodotti, alla fine del 2008 oltre il 9 per cento dei prestiti alle società non finanziarie è stato destinato alle costruzioni, superando quindi la quota del 6 per cento del valore aggiunto riconducibile a questo settore nello stesso anno. Le differenze fra paesi sono notevoli: l'Irlanda e la Spagna, ad esempio, sono fra le economie in cui nel 2008 i finanziamenti al settore delle costruzioni hanno assorbito quote relativamente elevate sul totale dei prestiti <sup>3)</sup>.

### Il rallentamento è iniziato nel 2007 e il prodotto è calato durante gran parte del 2008

A metà del 2007 la crescita del prodotto nel settore delle costruzioni era rallentata considerevolmente e dalla primavera del 2008 il valore aggiunto si è contratto. Alla fine del 2008 quest'ultimo si era ridotto del 3,5 per cento rispetto al quarto trimestre del 2007. I dati sulla produzione del settore indicano che l'entità del rallentamento è stata molto diversa secondo i comparti e i paesi. Il calo più marcato ha interessato la componente dell'edilizia residenziale e commerciale (incluse nella voce "edifici" nella figura B), mentre la componente relativa alle opere di ingegneria civile ha evidenziato in generale una migliore tenuta. Analizzando i dati più recenti, rileva notare che, sebbene la produzione del settore delle costruzioni stia diminuendo in tutti i paesi, tra le economie più grandi i cali maggiori sono stati registrati da Spagna e Germania. Il tasso di variazione sui dodici mesi della media mobile a tre mesi fino a febbraio è stato di -16 per cento in Spagna e di -11,3 per cento in Germania; su quest'ultimo dato tuttavia potrebbero gravare gli effetti negativi legati alle temperature insolitamente rigide registrate in Europa centrale nei primi mesi del 2009. Alla contrazione della produzione ha corrisposto una riduzione speculare della quota dei prestiti concessi alle imprese di costruzione sul totale erogato alle società non finanziarie. Le consistenze di prestiti al settore delle costruzioni hanno raggiunto

**Figura C** Prestiti delle IFM alle imprese di costruzione

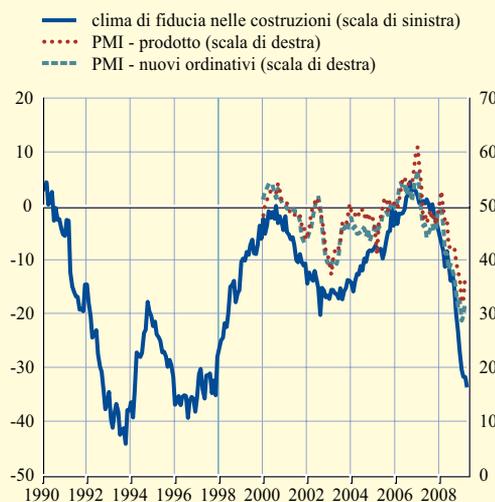
(variazioni sul periodo corrispondente e sul trimestre precedente, dati trimestrali)



Fonte: BCE.

**Figura D** Indicatori delle indagini sulle costruzioni

(saldi percentuali e indicatori di diffusione)



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

3) Dati Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, per dicembre 2008 e l'indicatore economico del Banco de España.

un livello massimo a metà del 2007, quando sono ammontate al 9,6 per cento del volume totale dei prestiti alle società non finanziarie, per poi ridursi gradatamente al 9,2 per cento alla fine del 2008. Questa evoluzione risulta evidente anche dalla figura C, che illustra il rapido rallentamento della crescita dei prestiti alle imprese di costruzione nel 2008.

I dati disponibili per i primi mesi del 2009 indicano un ulteriore calo dell'attività di costruzione. Come mostra la figura A, l'indice di produzione delle costruzioni, che segue abbastanza da vicino i dati sul valore aggiunto dell'area, segnala un'ulteriore contrazione nel primo trimestre di quest'anno, che sarebbe stata più pronunciata per la componente dell'edilizia, mentre avrebbe assunto dimensioni più contenute per la componente relativa alle opere di ingegneria civile (figura B). Gli effetti sulle dinamiche occupazionali si configurano già in modo evidente in diversi paesi. In prospettiva, nonostante un lieve recupero in febbraio l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) continua a collocarsi ampiamente al disotto di 50, che rappresenta la soglia considerata coerente con una produzione stabile; il clima di fiducia nel settore delle costruzioni resta debole e al momento non vi sono indicazioni di un'inversione di tendenza (cfr. figura D).

## MERCATO DEL LAVORO

Nei mercati del lavoro dell'area dell'euro le condizioni hanno continuato a deteriorarsi negli ultimi mesi. La stima finale dell'Eurostat ha confermato che nell'area dell'euro l'occupazione è diminuita dello 0,3 per cento sul trimestre precedente nel quarto trimestre del 2008 (cfr. tavola 7). La stima finale ha fornito una scomposizione settoriale che ha mostrato una netta contrazione dell'occupazione nel settore industriale (cfr. figura 29), mentre nel settore dei servizi l'occupazione è rimasta stabile.

In prospettiva, le indagini sulle aspettative delle imprese sull'occupazione suggeriscono che l'andamento dell'occupazione sarà modesto nei prossimi mesi. In aprile l'indice PMI sulle aspettative occupazionali è rimasto su livelli sostanzialmente invariati e molto bassi sia nel settore industriale sia in quello dei servizi. Le ultime indagini della Commissione europea hanno fornito indicazioni analoghe sulle prospettive dell'occupazione.

Man mano che l'attività si è contratta, anche la produttività del lavoro è diminuita nel quarto trimestre e il calo dell'1,4 per cento sui dodici mesi registrato nella seconda stima dell'Eurostat è stato il

**Tavola 7 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
<i>di cui:</i>							
Agricoltura e pesca	-1,3	-1,4	-0,3	0,6	-1,3	-0,5	0,2
Industria	1,4	-0,9	0,1	0,2	-0,6	-0,7	-1,4
Escluse le costruzioni	0,3	-0,3	0,1	0,2	-0,2	-0,4	-1,0
Costruzioni	4,1	-2,4	0,0	0,1	-1,6	-1,5	-2,3
Servizi	2,2	1,5	0,4	0,4	0,4	0,1	0,0
Commercio e trasporti	1,9	1,3	0,2	0,5	0,2	0,1	-0,4
Finanziari e alle imprese	4,0	2,5	0,8	1,1	0,3	0,1	-0,5
Amministrazione pubblica <sup>1)</sup>	1,4	1,2	0,3	-0,1	0,6	0,1	0,7

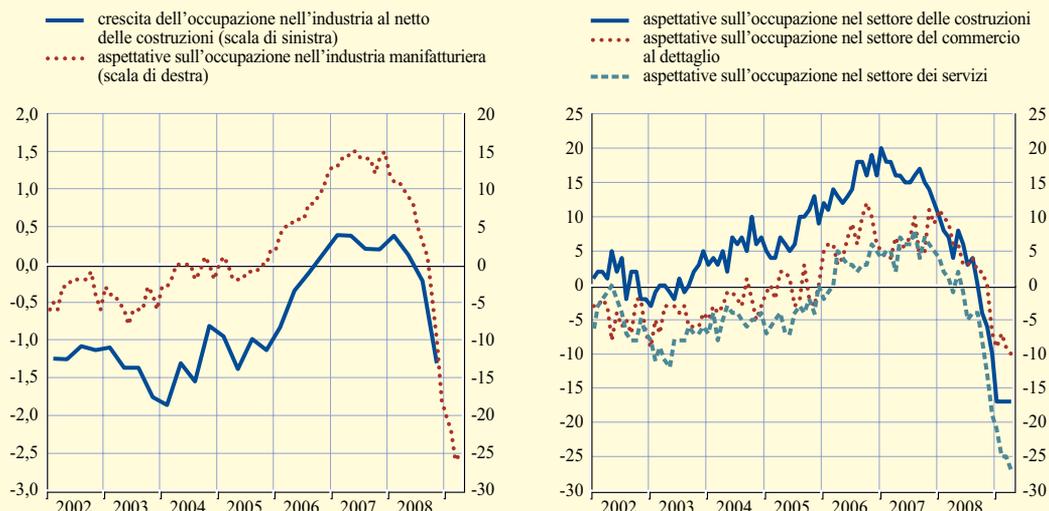
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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 attese sull'occupazione**

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



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

più pronunciato dall'avvio dell'Unione economica e monetaria. La forte diminuzione della produttività del lavoro nel quarto trimestre riflette una marcata riduzione nell'industria (ad eccezione delle costruzioni, dove la produttività del lavoro è aumentata a seguito di una netta contrazione dell'occupazione), nonché un notevole deterioramento nel settore del commercio e dei trasporti. In prospettiva, i dati più recenti sull'indice di produttività PMI suggeriscono che ci si possono attendere pochi miglioramenti nella produttività del lavoro dell'area dell'euro nella prima metà del 2009.

In marzo il tasso di disoccupazione è aumentato all'8,9 per cento nell'area dell'euro. L'incremento ha riguardato tutti i paesi dell'area ed è stato particolarmente pronunciato in Spagna, Irlanda e Slovacchia. I bassi livelli di fiducia, unitamente alle elevate attese di disoccupazione, suggeriscono che il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro salirà ulteriormente nei prossimi mesi.

#### 4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Il ritmo dell'attività economica nell'area dell'euro ha continuato a indebolirsi nel corso del primo trimestre del 2009, parallelamente al progressivo deterioramento dell'economia mondia-

**Figura 30 Produttività del lavoro**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



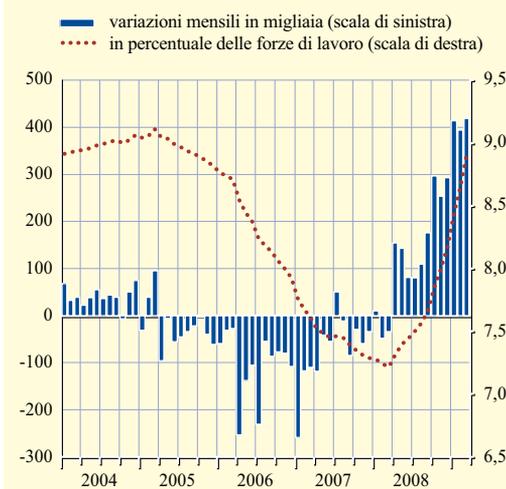
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

le. L'indebolimento del primo trimestre sembra essere stato significativamente più pronunciato di quanto previsto in marzo. Più di recente alcune indagini congiunturali hanno fatto evidenziato timidi segnali di stabilizzazione ancorché su livelli molto contenuti. Nel complesso, è probabile che l'attività rimanga molto moderata per il resto dell'anno e registri poi una graduale ripresa nel 2010. In particolare, il sostanziale calo dei prezzi delle materie prime in atto 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 sinora per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario sia all'interno che all'esterno dell'area dell'euro.

I rischi per queste prospettive rimangono sostanzialmente equilibrati. Sul fronte negativo, 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. Nel contempo, potrebbero esserci effetti positivi più pronunciati del previsto per effetto della diminuzione dei prezzi delle materie prime e delle misure di politica economica adottate.

**Figura 3 | Disoccupazione**

(dati mensili destagionalizzati)



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

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

### 5.1 TASSI DI CAMBIO

*L'euro ha evidenziato un moderato apprezzamento in termini effettivi nominali da fine gennaio, in presenza di un ulteriore calo della volatilità del cambio.*

#### TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 6 maggio il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 21 importanti partner commerciali dell'area – era superiore di circa il 2 per cento al livello di fine gennaio e inferiore di circa l'1 per cento alla media del 2008 (cfr. figura 32). L'apprezzamento da fine gennaio riflette il rafforzamento della moneta unica sullo yen giapponese e – in misura minore – sul dollaro statunitense, che è stato compensato in misura marginale da un indebolimento rispetto alla sterlina britannica, la corona ceca e il fiorino ungherese. Ad aprile e ai primi di maggio il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro si è indebolito, rispecchiando principalmente la flessione sulla sterlina.

#### DOLLARO STATUNITENSE/EURO

In aprile e agli inizi di maggio l'euro si è mantenuto sostanzialmente stabile nei confronti del dollaro statunitense, nonostante alcune oscillazioni. Dopo un lieve calo iniziale – che potrebbe essere riconducibile alla pubblicazione di statistiche deludenti sull'attività economica dell'area dell'euro e al connesso rafforzamento delle attese di ulteriori riduzioni dei tassi di interesse della BCE nel futuro prossimo – la moneta unica europea è risalita rispetto a quella statunitense attorno alla metà di aprile, quando la pubblicazione di dati migliori del previsto avrebbe indotto gli investitori a liquidare le posizioni in valute rifugio (tra le quali il dollaro statunitense e lo yen giapponese svolgono un ruolo importante dalla fine del 2008). La stabilità dell'euro in aprile e ai primi di maggio ha fatto seguito a una fase di apprezzamento in marzo (principalmente collegata all'annuncio del Federal Open Market Committee statunitense, il 18 marzo, di ulteriori misure non convenzionali di politica monetaria), a sua volta successiva a un periodo di complessiva stabilità in febbraio. Il 6 maggio

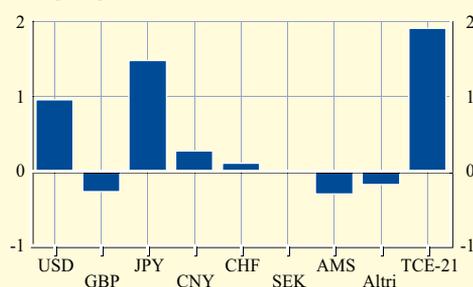
**Figura 32 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti<sup>1)</sup>**

(dati giornalieri)



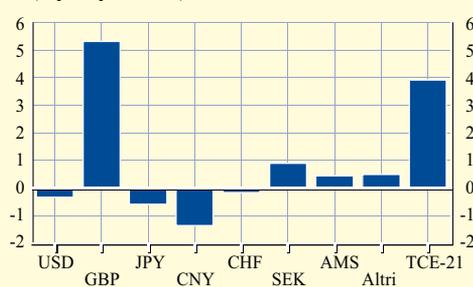
#### Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale<sup>2)</sup>

Dal 30 gennaio al 6 maggio 2009  
(in punti percentuali)



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

Dal 3 gennaio 2005 al 6 maggio 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'euro era scambiato a 1,33 dollari, un livello superiore di circa il 4 per cento rispetto a fine gennaio e inferiore del 9,4 per cento alla media del 2008 (cfr. figura 33).

### YEN GIAPPONESE/EURO

Rispecchiando in larga misura l'andamento euro/dollaro statunitense, in aprile l'euro si è indebolito sullo yen giapponese. Ciò potrebbe essere riconducibile alla pubblicazione di dati che segnalavano la debolezza dell'attività economica nell'area dell'euro e ai crescenti timori di una pandemia di influenza suina, la quale potrebbe aver orientato i mercati verso le valute rifugio. L'euro ha poi messo a segno una ripresa nei primi giorni di maggio, per il possibile effetto di alcune statistiche migliori del previsto nelle principali aree economiche e dell'ulteriore calo nel livello percepito di incertezza del cambio. La stabilità dell'euro sullo yen in aprile e agli inizi di maggio fa seguito al considerevole rafforzamento osservato nella seconda metà di febbraio e a marzo. Quest'ultimo potrebbe costituire la risultante del forte calo dell'attività in Giappone nell'ultimo trimestre del 2008, che è stato rafforzato da sensibili correzioni delle prospettive per la crescita del paese. Il 6 maggio l'euro era quotato a 131,17 yen, un valore superiore di circa il 14 per cento a quello di fine gennaio (cfr. figura 33) ma ancora inferiore del 14 per cento rispetto alla media del 2008.

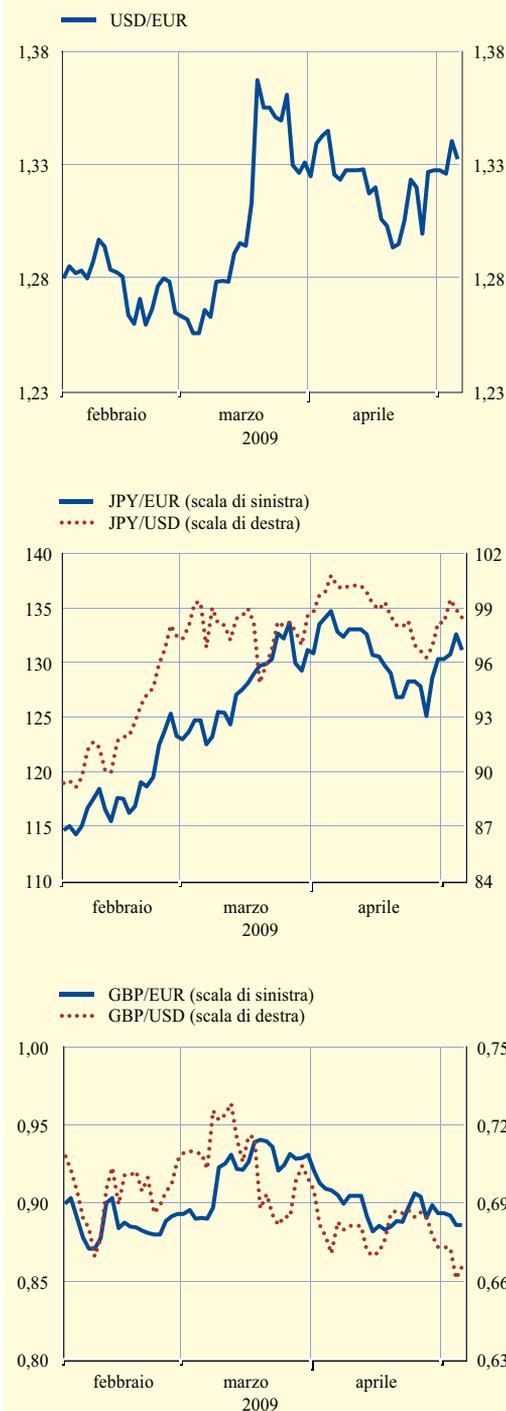
### VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Negli ultimi tre mesi gran parte delle valute all'interno degli AEC II si è mantenuta stabile su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali (cfr. figura 34). Il lat lettone si è deprezzato in febbraio ed è rimasto sostanzialmente invariato nel periodo successivo, a circa 0,71 lat per euro, un livello inferiore di quasi l'1 per cento alla sua parità centrale.

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 della recessione in atto nel Regno Unito. Dopo una lieve ripresa, che potrebbe essere connessa

**Figura 33 Tassi di cambio**

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

all'aumento dei corsi azionari britannici, la sterlina si è lievemente stabilizzata rispetto all'euro. Ciò è avvenuto mentre una forte correzione negativa della previsione per il disavanzo pubblico del Regno Unito pesava sulla divisa britannica. Il 6 maggio la moneta unica europea era scambiata a 0,89 sterline, un livello inferiore dell'1,3 per cento rispetto a tre mesi prima e superiore dell'11,2 per cento alla media del 2008. Da fine gennaio l'euro ha registrato un deprezzamento moderato sullo zloty polacco (1,1 per cento) e più pronunciato sul leu romeno, la corona ceca e il fiorino ungherese (rispettivamente del 3,5, 3,9 e 4,4 per cento).

#### ALTRE VALUTE

Tra la metà di settembre del 2008 e gli inizi di marzo 2009, nonostante alcune forti oscillazioni, l'euro ha continuato a deprezzarsi sul franco svizzero per l'effetto congiunto di un rapido aumento della volatilità implicita del cambio e della convergenza dei tassi di interesse nelle principali aree economiche. 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. Successivamente è tornato ad apprezzarsi, seppure a un ritmo molto moderato. Il 6 maggio l'euro è stato scambiato a circa 1,51 franchi, un livello superiore di circa l'1,5 per cento rispetto a fine gennaio e inferiore del 5 per cento alla media del 2008. Tra la fine di gennaio e il 6 maggio l'euro ha perso l'1,7 per cento sulla corona norvegese.

## 5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

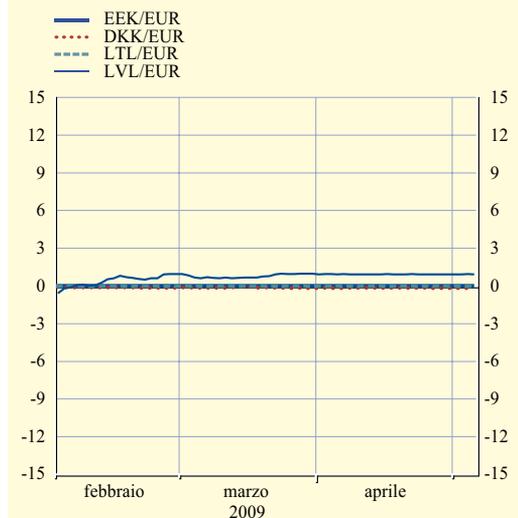
*In febbraio il disavanzo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha continuato ad ampliarsi, raggiungendo i 107,0 miliardi di euro (pari all'1,2 per cento del PIL), soprattutto a causa del crescente disavanzo dei beni. Per quanto riguarda il conto finanziario, nei dodici mesi fino a febbraio l'aumento degli afflussi netti per strumenti del mercato monetario è stato in parte controbilanciato da quello dei deflussi netti per investimenti diretti. Di conseguenza, nello stesso periodo gli afflussi netti per investimenti diretti e di portafoglio sono saliti nel loro insieme a 191,3 miliardi di euro.*

#### INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

In febbraio 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) 107,0 miliardi di euro (pari a circa l'1,2 per cento del PIL), a fronte di un avanzo di 6,0 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 inoltre il calo dell'avanzo dei servizi e la crescita del disavanzo dei redditi e dei trasferi-

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

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



Fonte: BCE.

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

menti correnti. Il deterioramento dell'interscambio di beni ha fatto registrare al conto dei beni un disavanzo cumulato su dodici mesi pari a 12,1 miliardi di dollari in febbraio, contro un avanzo di 46,4 miliardi un anno prima (cfr. figura 35). Il maggior costo delle importazioni di petrolio nella prima metà del 2008 e un rallentamento delle esportazioni superiore a quello delle importazioni nel secondo semestre costituiscono i principali fattori all'origine di tali andamenti.

Per quanto concerne l'evoluzione più recente, l'intensificarsi delle turbolenze finanziarie nel settembre 2008 sarebbe stato associato a una contrazione significativa dell'interscambio mondiale. In linea con questi andamenti su scala internazionale, nei tre mesi fino a febbraio il ridimensionamento dell'interscambio di beni dell'area dell'euro si è notevolmente accentuato: sia le esportazioni sia le importazioni di beni e servizi sono scese di circa l'11 per cento in termini di valore, contro una flessione molto più contenuta (rispettivamente pari al 3,6 e 3,3 per cento) nel precedente periodo di tre mesi fino a novembre 2008 (cfr. tavola 8).

La scomposizione dell'interscambio di beni in volumi e prezzi, disponibile fino a gennaio, mostra che il forte rallentamento delle esportazioni di beni è quasi interamente riconducibile alla flessione dei volumi. La decelerazione delle esportazioni in volume, iniziata nel secondo trimestre del 2008, si è notevolmente intensificata nel quarto. Benché il calo delle esportazioni sia stato dovuto soprattutto alla più debole domanda mondiale, il deterioramento delle condizioni finanziarie e del clima di fiducia a livello mondiale registrato da settembre potrebbe avere contribuito ad accentuarlo. 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. Gli andamenti dei prezzi dell'interscambio e della competitività sono esaminati con maggiore dettaglio nel riquadro 7.

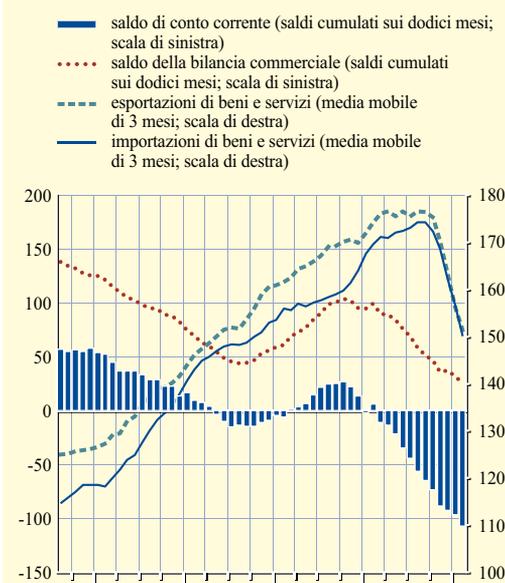
#### Riquadro 7

### EVOLUZIONE RECENTE DEI PREZZI DELL'INTERSCAMBIO COMMERCIALE FRA L'AREA DELL'EURO E IL RESTO DEL MONDO E DELLA COMPETITIVITÀ DI PREZZO

Da luglio a dicembre 2008 i prezzi delle importazioni dall'esterno dell'area dell'euro sono diminuiti del 16,0 per cento (cfr. figura A), mentre quelli delle esportazioni verso l'esterno dell'area si sono ridotti del 3,5 per cento (cfr. figura B), in entrambi i casi con riferimento a valori espressi in euro. Da allora i prezzi dell'interscambio commerciale hanno mostrato alcuni segnali di stabilizzazione. Questo riquadro prende in esame i diversi fattori alla base di tali andamenti e le implicazioni per la competitività di prezzo dell'area.

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

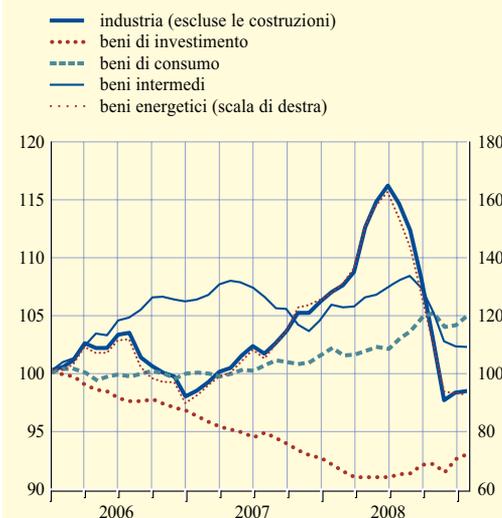
(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: BCE.

**Figura A Prezzi all'importazione dei prodotti industriali dall'esterno dell'area dell'euro**

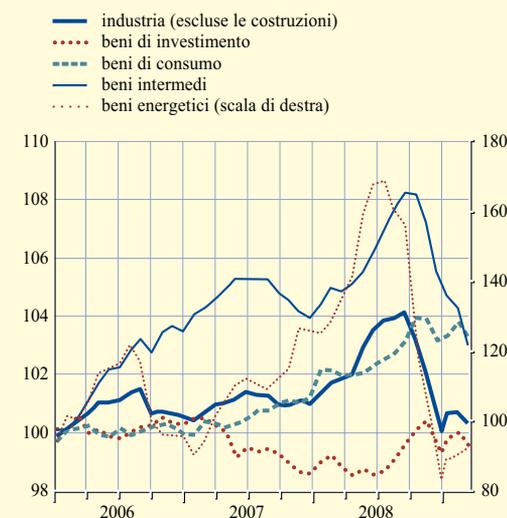
(indice: gennaio 2006=100; dati mensili)



Fonte: Eurostat.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2009.

**Figura B Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni all'esterno dell'area dell'euro**

(indice: gennaio 2006=100; dati mensili)



Fonte: Eurostat.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2009.  
1) I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono alle transazioni dirette tra produttori interni e clienti non nazionali. Non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni e rappresentano solo una misura indiretta per un indice dei prezzi dei beni industriali.

Il repentino calo dei prezzi all'importazione e all'esportazione nella seconda metà del 2008 è riconducibile a fattori comuni, tra i quali rivestono particolare rilievo le conseguenze della brusca flessione dei corsi delle materie prime, soprattutto energetiche, a seguito della crisi finanziaria in atto. Al calo dei prezzi dei beni energetici, del 42,6 e del 50,4 per cento rispettivamente all'importazione e all'esportazione, è direttamente imputabile una quota considerevole della riduzione dei prezzi dell'interscambio commerciale complessivo. Con il recupero dei corsi delle materie prime all'inizio del 2009 i prezzi dell'interscambio commerciale si sono in certa misura stabilizzati. Trasmettendosi gradualmente ai costi degli input, i più bassi corsi delle materie prime hanno anche esercitato in modo indiretto una pressione al ribasso sui prezzi di altre categorie di beni scambiati. Ad esempio, i prezzi delle esportazioni di beni di consumo verso l'esterno dell'area hanno reagito con ritardo, riducendosi dello 0,7 per cento in dicembre.

Le crescenti pressioni concorrenziali nei mercati internazionali potrebbero avere indotto gli esportatori dell'area dell'euro ed esteri a ridurre i prezzi oltre il margine di manovra generato dal calo dei prezzi degli input al fine di tutelare le rispettive quote di mercato. Inoltre, in presenza del brusco rallentamento della domanda mondiale la trasmissione del deprezzamento dell'euro in termini effettivi nominali sui prezzi nella seconda metà del 2008 (cfr. figura C) sembra essere stata asimmetrica: i produttori dell'area hanno traslato il deprezzamento sui prezzi all'esportazione in valuta estera, che sono diminuiti in misura anche maggiore che in una fase di ripresa, mentre gli esportatori verso l'area potrebbero essere stati meno inclini a innalzare i

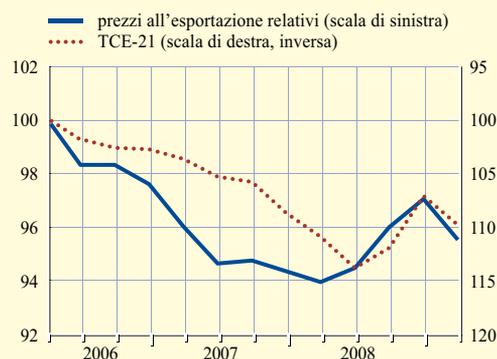
prezzi in euro, comprimendo invece i margini di profitto. Tali effetti di competizione dovrebbero assumere una maggiore importanza a breve termine rispetto all'impatto dei corsi delle materie prime, stabilizzatisi negli ultimi tempi. Inoltre, la recente flessione della crescita dei prezzi all'importazione va considerata nel contesto della pressione al ribasso sui prezzi all'importazione di manufatti, ascrivibile alla crescente quota delle importazioni dell'area di tali beni da paesi a basso costo, quali la Cina e i nuovi Stati membri dell'UE <sup>1)</sup>.

Dall'inizio della recessione mondiale i prezzi all'importazione dei concorrenti, se misurati nelle valute nazionali, hanno mostrato un elevato grado di sincronizzazione con quelli dell'area dell'euro. Ciò detto, i prezzi relativi all'esportazione, ponderati per l'interscambio in euro, indicano che la competitività di prezzo dell'area è migliorata nella seconda metà del 2008, principalmente per effetto del deprezzamento dell'euro (cfr. figura C). Tale miglioramento è stato tuttavia attenuato in certa misura dal nuovo apprezzamento della moneta unica all'inizio del 2009. In prospettiva, l'evoluzione futura della competitività di prezzo dipenderà pertanto in modo fondamentale dalle variazioni dei cambi nonché dall'andamento dei prezzi all'esportazione dei concorrenti, dato il possibile intensificarsi della concorrenza in un contesto caratterizzato da scambi internazionali moderati.

1) Secondo i calcoli degli esperti della BCE il crescente grado di penetrazione delle importazioni da paesi a basso costo potrebbe avere ridotto i prezzi delle importazioni dell'area di beni manufatti di circa 2 punti percentuali l'anno nel periodo 1995-2004 (cfr. l'articolo *Globalizzazione, interscambio e contesto macroeconomico dell'area dell'euro* nel numero di gennaio 2008 di questo Bollettino). Ciò è riconducibile principalmente al cosiddetto "effetto quota" della Cina e dei nuovi Stati membri dell'UE, che rileva l'impatto al ribasso sui prezzi all'importazione derivante dalla crescente quota di importazioni dai paesi a basso costo e dai prezzi relativamente inferiori delle stesse.

**Figura C Prezzi all'esportazione relativi dell'area dell'euro e tasso di cambio effettivo nominale (TCE-21)**

(indice: 2006 1° trim. = 100; dati trimestrali)



Fonti: elaborazioni della BCE ed Eurostat.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2009. Un incremento dei prezzi all'esportazione relativi corrisponde a un miglioramento nella competitività dei prezzi dell'area dell'euro.

La disaggregazione geografica dell'interscambio di beni dell'area dell'euro mostra che nei tre mesi fino a gennaio le esportazioni in volume sono generalmente diminuite rispetto al periodo precedente. I flussi commerciali verso Stati Uniti, Regno Unito, Asia e gli Stati membri che hanno aderito all'Unione europea dal 2004 hanno subito un calo particolarmente sensibile. Anche le esportazioni destinate ai paesi appartenenti all'OPEC hanno iniziato a contrarsi, dopo una lunga fase di crescita eccezionale. Tale andamento potrebbe essere associato agli effetti ricchezza negativi e alla possibile caduta della domanda di importazioni derivanti dai minori ricavi petroliferi dei paesi esportatori di greggio (cfr. il riquadro 1 *Effetti del calo delle quotazioni petrolifere sui saldi correnti di alcune economie*). In termini di categorie ampie di beni, nei tre mesi fino a gennaio il calo più significativo del valore delle esportazioni è stato registrato dai beni intermedi e da quelli di investimento (cfr. figura 36). Anche le importazioni sono diminuite soprattutto per i beni di investimento e per quelli intermedi. Tali andamenti riflettono la decelerazione dell'attività economica mondiale e forse l'elevata sensibilità dell'interscambio alle condizioni macroeconomiche e di finanziamento internazionali, in un contesto generale di produzione e catene di approvvigionamento organizzate su scala mondiale.

**Tavola 8 Principali componenti della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro**

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

			Medie mobili di 3 mesi dati a fine			Dati cumulati sui 12 mesi a fine		
	2009 gen.	2009 feb.	2008 mag.	2008 ago.	2008 nov.	2009 feb.	2008 feb.	2009 feb.
<i>Miliardi di euro</i>								
<b>Conto corrente (saldo)</b>	<b>-12,3</b>	<b>-8,1</b>	<b>-7,0</b>	<b>-7,6</b>	<b>-10,0</b>	<b>-11,1</b>	<b>6,0</b>	<b>-107,0</b>
Beni (saldo)	-3,9	0,1	-0,3	-1,2	-0,4	-2,2	46,4	-12,1
Esportazioni	110,1	108,5	133,3	134,7	128,2	111,3	1.539,0	1.522,6
Importazioni	114,0	108,5	133,6	135,9	128,6	113,5	1.492,6	1.534,7
Servizi (saldo)	3,8	3,0	3,8	3,5	2,0	3,5	52,8	38,2
Esportazioni	41,8	39,1	42,2	41,9	42,0	40,1	497,4	498,6
Importazioni	38,0	36,1	38,4	38,4	40,1	36,6	444,7	460,5
Redditi (saldo)	-3,6	-4,7	-2,3	-2,0	-3,3	-4,4	-4,3	-35,9
Trasferimenti correnti (saldo)	-8,6	-6,5	-8,2	-7,9	-8,3	-8,0	-88,9	-97,2
<b>Conto finanziario (saldo)<sup>1)</sup></b>	<b>51,2</b>	<b>-5,4</b>	<b>24,3</b>	<b>21,3</b>	<b>43,2</b>	<b>21,9</b>	<b>35,1</b>	<b>331,9</b>
Investimenti diretti e di portafoglio	-23,3	48,0	-17,6	17,9	60,6	2,9	49,6	191,3
Investimenti diretti	-15,9	-13,2	-17,0	-12,8	-28,9	-17,2	-142,0	-227,9
Investimenti di portafoglio	-7,4	61,2	-0,6	30,7	89,5	20,1	191,6	419,2
Azioni	-52,3	2,3	-7,4	5,9	-15,0	-17,0	108,1	-100,5
Strumenti di debito	44,9	58,9	6,8	24,9	104,5	37,1	83,5	519,7
Obbligazioni e notes	16,9	48,3	15,3	16,2	25,6	19,8	152,7	231,1
Strumenti del mercato monetario	28,0	10,6	-8,6	8,6	78,9	17,2	-69,2	288,7
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
<b>Beni e servizi</b>								
Esportazioni	-1,7	-2,8	0,8	0,6	-3,6	-11,1	9,1	-0,7
Importazioni	-1,0	-4,9	1,4	1,3	-3,3	-11,0	7,3	3,0
<b>Beni</b>								
Esportazioni	-4,3	-1,5	1,6	1,0	-4,8	-13,2	8,4	-1,1
Importazioni	-3,2	-4,9	1,2	1,8	-5,4	-11,8	6,4	2,8
<b>Servizi</b>								
Esportazioni	6,0	-6,4	-1,5	-0,9	0,5	-4,6	11,3	0,2
Importazioni	6,5	-4,9	2,1	-0,2	4,4	-8,6	10,2	3,6

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.

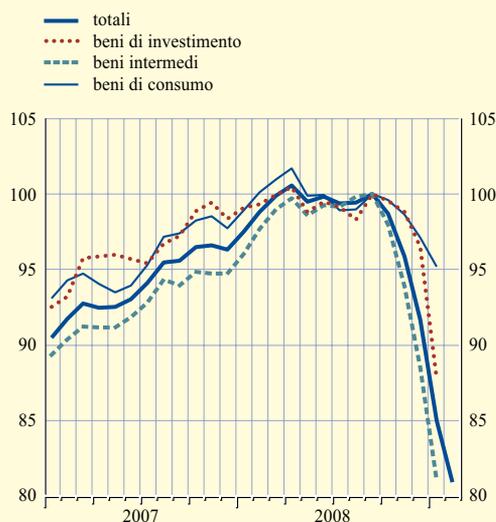
Per quanto riguarda le altre voci del conto corrente, nei dodici mesi fino a febbraio l'avanzo dei servizi è sceso a 38,2 miliardi di euro (dai 52,8 di un anno prima). Nello stesso periodo il disavanzo del conto dei redditi è salito da 4,3 a 35,9 miliardi, principalmente per effetto dei minori introiti da non residenti nell'area. Anche il disavanzo nei trasferimenti correnti è aumentato, passando da 88,9 a 97,2 miliardi di euro.

### CONTO FINANZIARIO

In febbraio gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti cumulati su dodici mesi pari a 191,3 miliardi di euro, notevolmente superiori ai 49,6 miliardi di un anno prima (cfr. figura 37). Ciò va ricondotto principalmente ai maggiori flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio, dovuti soprattutto al forte aumento degli afflussi netti per 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 febbraio (a 288,7 miliardi, contro deflussi netti per 69,2 miliardi un anno prima), raggiungendo in ottobre il loro livello men-

**Figura 36 Valore delle esportazioni di alcuni tipi di beni verso l'esterno dell'area dell'euro**

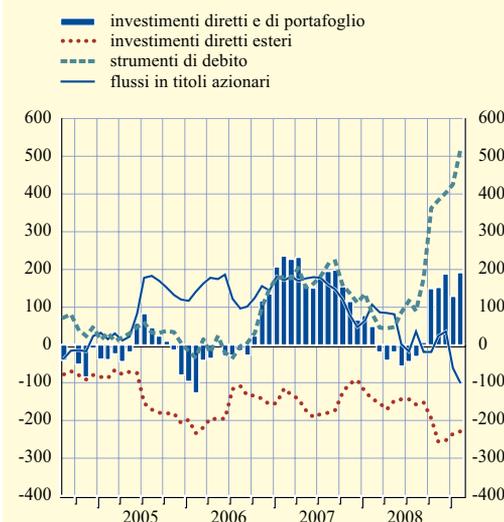
(indici: settembre 2008=100; dati destagionalizzati; medie mobili di tre mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2009, tranne che per i totali (febbraio 2009).

**Figura 37 Investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro**

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



Fonte: BCE.

sile più elevato dal 1999. Per quanto concerne gli investimenti diretti, la maggiore preferenza degli investitori per le attività emesse sull'interno (*home bias*) costituirebbe un importante fattore alla base degli andamenti nell'anno trascorso: nei dodici mesi fino a febbraio il conto degli investimenti diretti ha registrato un sensibile calo dal lato sia delle attività sia delle passività. Gli investimenti netti di soggetti esteri nell'area sono tuttavia diminuiti più di quelli dei residenti dell'area all'estero e questo ha fatto salire i deflussi netti nei dodici mesi fino a febbraio 2009 a 227,9 miliardi di euro, dai 142,0 di un anno prima.

I dati relativi al più recente periodo di tre mesi indicano che gli strumenti del mercato monetario restano il principale fattore all'origine dei movimenti complessivi del conto finanziario. Nei tre mesi fino a febbraio 2009 gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi mensili netti medi per 2,9 miliardi di euro, contro i 60,6 miliardi del precedente periodo di tre mesi (cfr. tavola 8). Il calo è principalmente connesso ai minori flussi netti in entrata per strumenti del mercato monetario.



# ASPETTATIVE E CONDUZIONE DELLA POLITICA MONETARIA

*La conduzione della politica monetaria comporta l'anticipazione degli andamenti futuri, il monitoraggio e l'indirizzo delle aspettative del settore privato nell'arco del ciclo economico e la definizione di un'ancora nominale di lungo periodo per l'economia. L'esperienza storica mostra che un solido ancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine costituisce uno dei presupposti per il buon esito della conduzione della politica monetaria e un indicatore fondamentale della credibilità della banca centrale. A tale riguardo, la definizione quantitativa di stabilità dei prezzi fornita dalla BCE rappresenta uno strumento essenziale. Nell'arco del ciclo economico la gestione delle aspettative si fonda sul comportamento coerente della banca centrale e richiede un'opera attiva di comunicazione. Perseguendo l'obiettivo di un'elevata prevedibilità dei tassi di interesse a breve termine, il Consiglio direttivo della BCE articola la sua attività di comunicazione intorno a una valutazione esaustiva della situazione macroeconomica e dei rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine. In fasi di più elevata incertezza, è necessario che la BCE monitori le percezioni del settore privato riguardo alle prospettive economiche e che conservi la capacità di manovrare le aspettative a medio termine.*

## I INTRODUZIONE

Le decisioni dei soggetti economici sono determinate in larga misura dalle loro aspettative. Queste ultime occupano un ruolo centrale sia nella teoria macroeconomica contemporanea sia nell'attività delle banche centrali moderne. La conduzione della politica monetaria comporta pertanto l'anticipazione degli andamenti futuri, il monitoraggio e l'indirizzo delle aspettative del settore privato nell'arco del ciclo economico e la definizione di un'ancora nominale per l'economia. Le banche centrali devono disporre in via continuativa di un quadro delle prospettive economiche nell'orizzonte di medio periodo, rilevante ai fini della politica monetaria. Nella formulazione dei loro interventi, esse devono sempre valutare l'influsso che le decisioni prese avranno nel tempo sulle aspettative. La formazione di aspettative irrealistiche o irragionevoli costituisce una fonte di costante preoccupazione per le autorità monetarie.

La sezione 2 di questo articolo passa in rassegna i principali motivi che giustificano l'importanza fondamentale delle aspettative nella conduzione della politica monetaria, illustrando in particolare il ruolo centrale delle attese di inflazione a lungo termine. La sezione 3 esamina le particolari condizioni economiche in cui le aspettative di inflazione possono trasformarsi in una fonte autonoma di instabilità macroeconomica, mentre la sezione 4 analizza quali strumenti a dispo-

sizione della banca centrale, nella storia e nella prassi, si siano dimostrati efficaci nella prevenzione di siffatte condizioni avverse. La sezione 5 tratta delle problematiche più specifiche che si pongono alla politica monetaria in relazione all'emergere di aspettative irragionevoli nel processo di formazione dei prezzi delle attività o al rischio di "trappole delle aspettative". La sezione 6, infine, presenta alcune considerazioni conclusive.

## 2 L'IMPORTANZA DEL MONITORAGGIO DELLE ASPETTATIVE

### ASPETTATIVE E PROPAGAZIONE MACROECONOMICA

Le banche centrali devono costantemente formarsi delle aspettative riguardo agli andamenti economici futuri e monitorare le corrispondenti aspettative del settore privato per due motivi. In primo luogo, gli interventi di politica monetaria producono un effetto ritardato sull'economia e sull'inflazione, per cui una politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi deve anticipare la probabile evoluzione futura dell'economia e rispondere prospetticamente ai rischi per la stabilità dei prezzi. Gli sfasamenti temporali nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria sono in effetti documentati da un ampio corpus di evidenze empiriche relative a paesi e regimi monetari diversi. La letteratura in materia indica che gli impulsi monetari impattano

sull'attività economica dopo vari trimestri e successivamente sull'inflazione, con un ritardo ancora maggiore. I risultati forniti per l'area dell'euro dai modelli di regressione di serie temporali, come quelli di autoregressione vettoriale strutturale (VAR), concordano sostanzialmente con quelli riscontrati in letteratura per gli Stati Uniti e per molti altri paesi<sup>1)</sup>. Anche le evidenze tratte dai modelli economici strutturali stimati confermano in linea di massima tali risultati<sup>2)</sup>. Considerati gli sfasamenti temporali nel processo di trasmissione, è necessario che le banche centrali calibrino i propri interventi in modo da influire sugli andamenti macroeconomici attesi per vari trimestri a venire. Sul piano operativo, pertanto, la conduzione della politica monetaria presuppone una valutazione esaustiva dei rischi per la stabilità dei prezzi sull'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria stessa.

In secondo luogo, le banche centrali monitorano le aspettative del settore privato poiché le variazioni attese nelle variabili economiche (come i prezzi e le quantità) possono influenzare profondamente il comportamento attuale dei soggetti economici attraverso una moltitudine di canali. Ad esempio, l'incremento atteso dei prezzi futuri esercita pressioni al rialzo sui prezzi correnti per il tramite di vari canali, fra cui le rivendicazioni salariali formulate dai lavoratori in previsione di una perdita di potere d'acquisto futura. Analogamente, le attese di un aumento dell'inflazione incidono sulle decisioni di prezzo correnti delle imprese, che tenderanno a ritoccare al rialzo i listini al fine di controbilanciare l'incremento atteso nei costi marginali di produzione. Un'altra importante via attraverso la quale le aspettative possono influire sullo stato corrente dell'economia è data dai prezzi delle attività e dall'impatto che questi hanno sul valore attuale della ricchezza e dei redditi. Di fatto si ritiene che vi siano vari canali attraverso i quali i prezzi delle attività influenzano le decisioni economiche e la domanda aggregata. La ricerca economica ha sottolineato l'importanza dell'impatto esercitato dalla ricchezza finanziaria e non finanziaria sui comportamenti di consumo, quella dell'effetto della Q di Tobin sui progetti di investimento, il ruolo dei bilanci nella spesa privata (per il trami-

te del canale del credito) e gli effetti di fiducia derivanti dalle variazioni dei prezzi delle attività ai fini delle decisioni di consumo<sup>3)</sup>.

La stretta interrelazione fra la formazione dei prezzi delle attività, le scelte economiche correnti e le aspettative costituisce un motivo supplementare affinché le banche monitorino attentamente le aspettative del settore privato riguardo all'evoluzione economica futura. Le attese dei soggetti economici potrebbero cambiare non solo in risposta alla variazione dei fondamentali economici, ma anche a causa di percezioni o previsioni errate. Nella misura in cui tali concezioni erronee vengono incluse fra i fondamentali delle decisioni economiche correnti e vengono incorporate nei prezzi delle attività, esse possono rappresentare una fonte autonoma di oscillazioni economiche<sup>4)</sup>. La politica monetaria è messa particolarmente alla prova da un ciclo economico determinato dalle aspettative, giacché gli effetti sull'economia degli interventi dell'autorità monetaria risultano fortemente condizionati dalle aspettative del settore privato in merito alle sue azioni future.

- 1) Una rassegna della letteratura in materia è fornita da L. Christiano, M. Eichenbaum e C. Evans (2000), "Monetary policy shocks: what have we learned and to what end?" in J.B. Taylor e M. Woodford (a cura di) (2003), *Handbook of Macroeconomics*. G. Peersman e F. Smets (2003), in "The monetary transmission mechanism in the euro area: more evidence from VAR analysis", *Working Paper* della BCE n.91, ad esempio, rilevano che a un aumento temporaneo e inatteso del tasso di interesse a breve termine fa generalmente seguito un calo temporaneo del prodotto dopo due trimestri. L'effetto esercitato sul prodotto raggiunge un massimo dopo tre-cinque trimestri, per poi riportarsi sui livelli base. I prezzi, tuttavia, rispondono in maniera molto più lenta: l'effetto degli impulsi di politica monetaria si manifesta infatti in modo statisticamente significativo solo dopo due anni. Rispetto agli Stati Uniti, nell'area dell'euro i prezzi appaiono reagire più lentamente, con tutta probabilità per il minor grado di flessibilità dei prezzi, ampiamente documentato, che caratterizza l'area.
- 2) Per l'area dell'euro, F. Smets e R. Wouters (2003 e 2005) rilevano che la risposta a uno shock di politica monetaria sia dell'*output gap* sia dell'inflazione assume una configurazione a campana, con effetti di picco in linea con quelli prodotti dai modelli VAR strutturali.
- 3) Cfr. F. Altissimo et al. (2005), "Wealth and asset price effects on economic activity", *Occasional Paper* della BCE n.29.
- 4) Questo meccanismo per l'originarsi di cicli economici è descritto nei primi lavori sulle dinamiche macroeconomiche, ad esempio da A. C. Pigou (1927), *Industrial Fluctuations*, London (MacMillan), ed è alla base della letteratura sulle bolle dei prezzi delle attività. Cfr. anche l'articolo "Bolle dei prezzi delle attività e politica monetaria" nel numero di aprile 2005 di questo Bollettino.

## IL RUOLO STRUMENTALE DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE

La stabilità dei prezzi è il migliore contributo che la politica monetaria possa fornire per favorire una crescita economica sostenibile, la creazione di posti di lavoro e la prosperità<sup>5)</sup>, ma occorre tempo affinché un'autorità monetaria acquisti e successivamente consolidi credibilità nel conseguirla. Questa credibilità svolge un ruolo fondamentale nel processo di formazione delle aspettative sugli andamenti futuri dei prezzi, e quindi nel meccanismo stesso di formazione dei prezzi. Di conseguenza, è necessario che le banche centrali monitorino regolarmente le percezioni del pubblico riguardo al loro impegno al mantenimento della stabilità dei prezzi, in quanto esse costituiscono un indicatore della probabilità che le banche centrali riescano effettivamente a centrare il loro obiettivo. Al riguardo, l'ancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine appare come un indicatore fondamentale della credibilità di una banca centrale e, indirettamente, del suo successo.

In quanto tale, esso costituisce altresì un requisito per una conduzione efficace della politica monetaria. Può accadere che le dinamiche delle aspettative di inflazione divengano instabili perché gli operatori perdono fiducia nell'impegno della banca centrale al mantenimento della stabilità dei prezzi o perché non condividono la valutazione delle prospettive economiche da essa formulata. In simili circostanze, in cui la valutazione e le intenzioni della banca centrale e le percezioni del pubblico non concordano, la conduzione della politica monetaria diviene più complessa. Di conseguenza, anche per evitare di doversi trovare ad affrontare situazioni di questo tipo, è opportuno monitorare costantemente le aspettative del settore privato.

## IL MONITORAGGIO DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE A MEDIO-LUNGO TERMINE DA PARTE DELLA BCE

Ai fini della valutazione delle aspettative di inflazione nell'area dell'euro sono disponibili vari indicatori – alcuni ricavati dalle indagini, altri dai dati del mercato finanziario –, ciascuno dei quali comporta problemi di misurazione signifi-

cativi (per l'andamento recente di tali indicatori, cfr. il riquadro 1). Fra le indagini che raccolgono informazioni sulle aspettative di inflazione nell'area dell'euro formulate dal settore privato occupa un ruolo importante la *Survey of Professional Forecasters* (SPF) condotta dalla BCE. I suoi principali vantaggi sono le dimensioni relativamente ampie del campione di intervistati (che la rendono abbastanza rappresentativa dello stato generale delle aspettative) e il fatto che gli interpellati si esprimano anche sulla probabilità attribuita alla possibilità che il valore effettivo dell'inflazione futura si collochi all'interno di determinati intervalli. Altri indicatori tratti da indagini hanno natura maggiormente qualitativa. Ad esempio, le opinioni dei consumatori sull'andamento dell'inflazione nell'area dell'euro raccolte dalla Commissione europea forniscono un'indicazione delle percezioni generali sull'evoluzione passata dei prezzi e su quella futura attesa con riferimento ai soli andamenti a breve termine<sup>6)</sup>.

Diversamente dai risultati delle indagini, le aspettative di inflazione desunte da dati del mercato finanziario non sono direttamente osservabili e devono essere stimate. A partire dai prezzi delle attività è possibile inferire le attese del mercato utilizzando varie misure. Una prima misura è il tasso di inflazione di pareggio, che si può calcolare per l'intera gamma

- 5) Ad esempio, allorché l'inflazione aumenta diviene più difficile per gli operatori del settore privato distinguere le variazioni dei prezzi relativi (la cui conoscenza è necessaria per allocare le risorse in modo efficiente e per migliorare la produttività complessiva dell'economia) dalle variazioni del livello generale dei prezzi. Inoltre, una maggiore inflazione esercita un impatto negativo sull'accumulazione di capitale, e quindi sulla produttività di lungo periodo, a causa dell'assenza di indicizzazione nel sistema fiscale. Per un approfondimento, cfr. l'articolo "Stabilità dei prezzi e crescita economica" nel numero di maggio 2008 di questo Bollettino.
- 6) Ai consumatori viene chiesto di indicare le proprie percezioni riguardo all'andamento pregresso dell'inflazione (nell'arco dei dodici mesi precedenti) e le proprie aspettative circa il suo andamento futuro (nell'arco dei dodici mesi successivi). Per definizione, i dati di saldo forniscono unicamente informazioni qualitative sulla variazione della direzione delle percezioni e delle aspettative di inflazione dei consumatori, mentre non offrono alcuna indicazione quantitativa sul tasso di inflazione percepito e atteso. Per una discussione più approfondita, cfr. l'articolo "Inflazione misurata e percepita nell'area dell'euro" nel numero di maggio 2007 di questo Bollettino.

di scadenze. Per definizione, esso è il tasso di inflazione che equiparerebbe i rendimenti attesi derivanti dall'investimento in un'obbligazione nominale tradizionale e quelli dell'investimento in un'obbligazione indicizzata di pari scadenza. Misure alternative del compenso per l'inflazione possono essere ricavate dai prezzi osservabili nel mercato dei derivati sull'inflazione, in particolare gli *swap*. Le misure tratte dal mercato finanziario andrebbero nondimeno interpretate con cautela, dal momento che generalmente incorporano vari premi al rischio atti a compensare gli investitori obbligazionari in particolare per l'incertezza dell'inflazione e per il rischio di liquidità.

### 3 FONTI TEORICHE DELL'INSTABILITÀ DELLE ASPETTATIVE

L'evoluzione dell'attività delle banche centrali, nonché i progressi della ricerca teorica ed empirica, confermano chiaramente l'importanza del ruolo delle aspettative di inflazione. Una cattiva gestione di tali aspettative potrebbe rivelarsi una fonte autonoma di instabilità macroeconomica. La presente sezione passa in rassegna le principali spiegazioni teoriche di come le aspettative di inflazione possano discostarsi dall'obiettivo della banca centrale e mette in luce il ruolo che la politica monetaria, ove tollerasse tali scostamenti, potrebbe avere nella propagazione e intensificazione di disturbi inflazionistici.

#### FORMULAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA IN IPOTESI DI ASPETTATIVE RAZIONALI E ANCORAGGIO DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE A LUNGO TERMINE

Nell'ipotesi di "aspettative razionali" i soggetti economici ragionano in maniera prospettica e formano le proprie aspettative in modo efficiente e omogeneo utilizzando tutte le informazioni a disposizione, fra cui la conoscenza precisa del funzionamento dell'economia. In un siffatto scenario, le aspettative di inflazione a lungo termine possono divenire instabili soltanto se la politica monetaria non viene percepita come un guardiano credibile della stabilità dei prezzi.

Una serie sistematica di risposte insufficientemente vigorose alle pressioni inflazionistiche può indurre i soggetti economici a dubitare dell'impegno della banca centrale al mantenimento della stabilità dei prezzi. In letteratura si è ampiamente discusso dei rimedi di *policy* che potrebbero ancorare le aspettative intorno all'obiettivo perseguito dalla politica monetaria al fine di evitare un siffatto esito avverso. In alcuni modelli ad aspettative razionali estremamente semplificati di ultima generazione il rimedio prende la forma del "principio di Taylor", per cui il tasso di interesse nominale risponde in modo più che proporzionale alle variazioni del tasso di inflazione (effettivo o atteso). La minaccia costante e credibile di un innalzamento del tasso di interesse reale a breve termine in risposta alle aspettative di un aumento dell'inflazione, ad esempio, garantisce – all'interno di questi semplici modelli macroeconomici – che ogni spinta inflazionistica venga prontamente riassorbita. A sua volta, tale garanzia è sufficiente per ancorare le aspettative ed evitare l'emergere stesso di dinamiche destabilizzanti delle aspettative.

Nelle descrizioni più generali e realistiche del funzionamento dell'economia, e in particolare del meccanismo di formazione delle aspettative, è possibile che le condizioni affinché la conduzione della politica monetaria fornisca un punto focale credibile per le aspettative a lungo termine differiscano, in qualche misura, dal principio di Taylor<sup>7)</sup>. Tuttavia, la principale conclusione di *policy* che si può trarre da questo filone della letteratura rimane quella secondo cui una politica monetaria formulata correttamente e ben mirata può, e dovrebbe, ancorare le aspettative di inflazione a lungo termine.

#### DINAMICHE DI APPRENDIMENTO E INSTABILITÀ DELLE ASPETTATIVE

Anche all'interno dei modelli macroeconomici ottimizzanti stilizzati di ultima generazione è possibile studiare le dinamiche delle aspettative di inflazione nel caso fossero allentati alcuni

7) Cfr. J. Benhabib, S. Schmitt-Grohé e M. Uribe (2001), "Monetary policy and multiple equilibria", *American Economic Review*, vol. 91, pagg. 167-186.

degli assunti impliciti nell'ipotesi di aspettative razionali. Considerando una descrizione più complessa e realistica della formazione delle aspettative, le attese di inflazione possono divenire una fonte autonoma di oscillazioni economiche, non necessariamente derivante dalla sistematica mancanza di vigore della reazione della politica monetaria.

In base alla letteratura di ricerca, in forte espansione, su apprendimento e conoscenza imperfetta in macroeconomia<sup>8)</sup>, in una situazione di apprendimento shock di entità comparabile risultano amplificati e prolungati rispetto a una situazione in cui i soggetti economici formulano aspettative razionali coerenti con il modello. In determinate condizioni, le aspettative di inflazione a lungo termine potrebbero infatti iperreatire di fronte agli shock e prendere una deriva endogena, riflettendo l'impatto che i disturbi producono sulla rivalutazione da parte dei soggetti privati dei parametri fondamentali che descrivono il funzionamento dell'economia. Il

processo di apprendimento potrebbe finire per far convergere tutte le aspettative di inflazione a medio-lungo termine verso l'obiettivo della banca centrale. Tuttavia, questo filone di ricerca ha altresì evidenziato come potrebbero esservi casi in cui il processo di apprendimento non porta a una convergenza verso un punto focale. Di conseguenza, le stesse regole di politica monetaria che in ipotesi di aspettative razionali condurrebbero a un equilibrio unico, in una situazione di apprendimento possono rivelarsi instabili<sup>9)</sup>.

- 8) Cfr. A. Orphanides e J. Williams (2005), "Imperfect knowledge, inflation expectations and monetary policy", in B. Bernanke e M. Woodford (ed.), *The Inflation Debate*, University of Chicago Press; A. Orphanides e J. Williams (2006), "Inflation targeting under imperfect knowledge", *Working Paper* della Federal Reserve Bank of San Francisco, n. 2006-14; e V. Gaspar, F. Smets e D. Vestin (2006), "Adaptive learning, persistence, and optimal monetary policy", *Journal of the European Economic Association*, vol. 4(2-3), pagg. 376-385.
- 9) Cfr. G. W. Evans e S. Honkapohja (2008), "Expectations, learning and monetary policy: an overview of recent research", *Discussion Paper* del CEPR, n. 6640.

## Riquadro I

### L'ANCORAGGIO DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE NELL'AREA DELL'EURO

Il presente riquadro prende in esame l'ancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro, sulla base di evidenze tratte sia dalle indagini sia dai dati di mercato<sup>1)</sup>. Rispetto agli Stati Uniti, nell'area dell'euro le aspettative di inflazione a lungo termine risultano caratterizzate da maggiore stabilità.

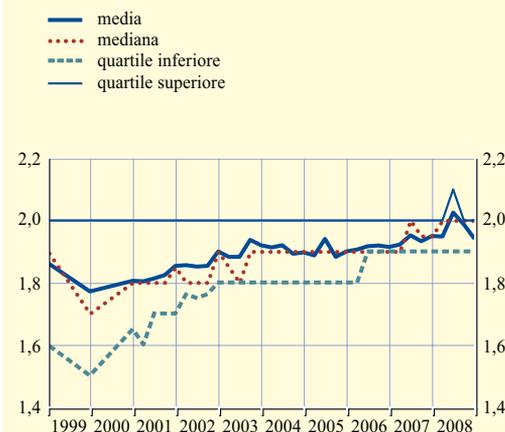
#### Aspettative di inflazione desunte dalla *Survey of Professional Forecasters* della BCE

Le aspettative di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro sono oscillate all'interno di un intervallo dell'1,8-2,0 per cento a partire dal 1999 e di un intervallo più ristretto dell'1,9-2,0 per cento fra il 2003 e il 2007 (cfr. figura A). Anche la loro dispersione, evidenziata ad esempio dall'intervallo fra il quartile superiore e quello inferiore, è progressivamente diminuita, con un aumento all'1,9 per cento del quartile inferiore, dal minimo dell'1,5 per cento di metà 2006. Il quartile superiore è stato generalmente stabile al 2,0 per cento, con la sola eccezione della *Survey of Professional Forecasters* (SPF) relativa al terzo trimestre 2008 (condotta a metà luglio), in occasione della quale sia il quartile superiore sia la media delle aspettative di inflazione hanno toccato un massimo. Nonostante i rischi segnalati dal leggero aumento del 2008, le informazioni complessive tratte dalle indagini indicano che le aspettative di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro sono rimaste inferiori ma prossime al 2,0 per cento.

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

**Figura A** Aspettative di inflazione a più lungo termine (a cinque anni) tratte dalla SPF

(variazioni percentuali annue)

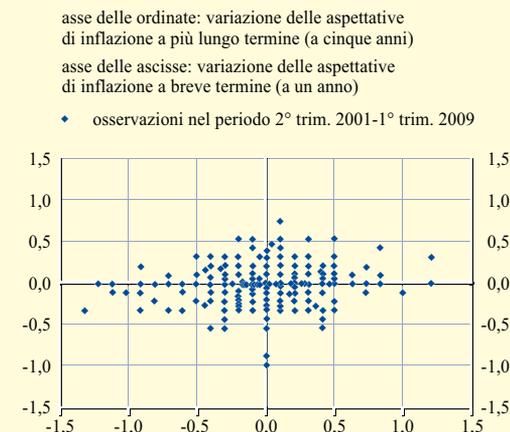


Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: Gli ultimi dati si riferiscono al 1° trimestre 2009. Per un riasunto dei risultati della SPF della BCE per il 2° trimestre 2009, cfr. il riquadro 4 nella sezione 3 di questo numero del Bollettino.

**Figura B** Variazioni delle aspettative di inflazione a breve e a più lungo termine tratte dalla SPF

(in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: per un riasunto dei risultati della SPF della BCE per il 2° trimestre 2009, cfr. il riquadro 4 nella sezione 3 di questo numero del Bollettino.

Utilizzando i dati tratti dalle indagini è possibile valutare indirettamente l'ancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine considerando la loro sensibilità a variazioni delle aspettative di inflazione a brevissimo termine<sup>2)</sup>. Al riguardo, la figura B mette a confronto le singole correzioni apportate alle aspettative di inflazione a breve (orizzonte di un anno) e a lungo termine (orizzonte di cinque anni) per il periodo compreso fra il secondo trimestre 2001 e il primo trimestre 2009. La figura conferma che non vi è una chiara relazione fra le variazioni delle aspettative a più breve termine e quelle a più lungo termine.

### Aspettative di inflazione desunte dal mercato finanziario

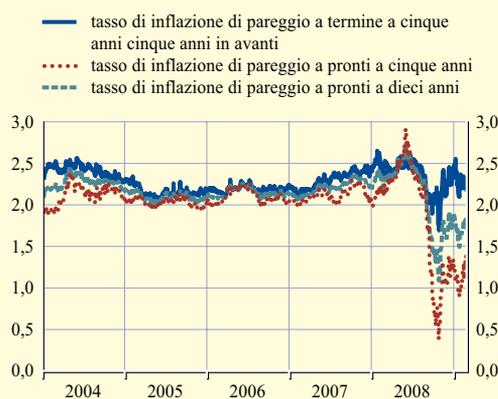
La figura C presenta una scomposizione del tasso di inflazione di pareggio (*break-even inflation rate*, BEIR) a pronti a dieci anni nelle componenti del BEIR a pronti a cinque anni (che misura la media delle aspettative di inflazione nei cinque anni a venire) e del BEIR a termine cinque anni in avanti (un indicatore della media delle aspettative di inflazione formulate oggi per l'orizzonte da cinque a dieci anni)<sup>3)</sup>. Quest'ultima componente ha oscillato all'interno dell'intervallo del 2,0-2,5 per cento per gran parte del campione disponibile, registrando movimenti pronunciati nel 2004, nella prima metà del 2008 e in particolare a partire dall'*escalation* delle attuali turbolenze finanziarie nell'autunno del 2008, quando il netto calo dei corsi del petrolio e delle aspettative di inflazione ha innescato un'ondata di vendite delle obbligazioni indicizzate all'inflazione che, in condizioni di liquidità estremamente tese, ha provocato forti correzioni dei

2) Cfr. E. Castelnuovo, S. Nicoletti-Altissimi e D. Rodriguez Palenzuela (2003), "Definition of price stability, range and point inflation targets: the anchoring of long-term inflation expectations", *Working Paper* della BCE, n. 273.

3) Per una trattazione approfondita, cfr. J. A. Garcia e A. van Rixtel (2007), "Inflation-linked bonds from a central bank perspective", *Occasional Paper* della BCE n. 62, e, per una descrizione della metodologia utilizzata dalla BCE per il computo dei BEIR, J. Ejsing, J. A. Garcia e T. Werner (2007), "The term structure of euro area break-even inflation rates: the impact of seasonality", *Working Paper* della BCE, n. 830.

**Figura C Tassi di inflazione di pareggio nell'area dell'euro a diversi orizzonti**

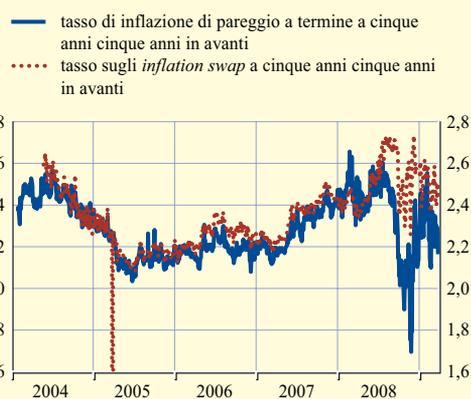
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

**Figura D Tassi di inflazione di pareggio a termine a lunga scadenza tratti dalle obbligazioni indicizzate all'inflazione e dagli *inflation swap***

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



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

prezzi di tali titoli e inciso sul computo dei tassi di inflazione di pareggio. Le evidenze disponibili ricavate dalla scomposizione dei BEIR in aspettative di inflazione e premi collegati, effettuata mediante modelli della struttura per scadenze, indicano nondimeno che la curva dei premi per il rischio di inflazione nell'area dell'euro presenta una pendenza ascendente e che le sue oscillazioni costituiscono la principale determinante dei BEIR, mentre le aspettative di inflazione (a lungo termine) sono ancorate su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi<sup>4)</sup>.

Nella figura D sono riportati il BEIR a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale e l'indicatore corrispondente costruito dai tassi desunti dagli *swap* sull'inflazione. Le due misure si sono mosse in stretta sintonia, dovendo probabilmente attribuirsi la poca discrepanza registrata a fattori specifici ai mercati delle obbligazioni governative e degli *swap* sull'inflazione, fra cui le variazioni dei premi per il rischio di credito, di mercato e di liquidità causate dagli ingenti flussi di investimento (come quelli diretti verso la maggiore sicurezza offerta dai titoli di Stato in alcune fasi della turbolenza finanziaria). Tuttavia, a partire dal terzo trimestre 2008 le forti tensioni in vari segmenti dei mercati finanziari internazionali, l'aumento generalizzato dell'incertezza e della volatilità di mercato, nonché la riduzione del grado di leva finanziaria e il consolidamento dei bilanci da parte di importanti operatori nei mercati degli strumenti indicizzati all'inflazione hanno portato a registrare notevoli oscillazioni in entrambi gli indicatori, complicando così la loro valutazione. In particolare, verso la fine del 2008 i BEIR a termine sugli orizzonti lunghi hanno toccato livelli molto bassi, riconducibili probabilmente agli effetti temporaneamente prodotti sui differenziali di rendimento da flussi consistenti e improvvisi di investimento cautelativo in obbligazioni governative e da alcuni episodi di disordine nei mercati dei contratti pronti contro termine<sup>5)</sup>.

4) Cfr. P. Hördahl e O. Tristani (2007), "Inflation risk premia in the term structure of interest rates", *Working Paper* della BCE, n. 734, e J. A. Garcia e T. Werner (2009), "Inflation risks and inflation risk premia", *Working Paper* della BCE, di prossima pubblicazione.

5) Per un'ulteriore trattazione dell'impatto esercitato dalle attuali turbolenze finanziarie sugli indicatori delle aspettative di inflazione basati sui dati di mercato, cfr. il riquadro "Recenti incrementi dei rendimenti reali e relative implicazioni per l'analisi delle aspettative di inflazione" nel numero di novembre 2008 di questo Bollettino.

## Raffronto con gli Stati Uniti

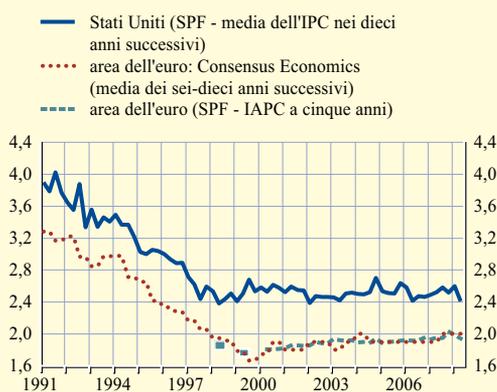
Alcune indicazioni supplementari sull'ancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro sono ricavabili dal raffronto con gli Stati Uniti.

Il calo dell'inflazione attesa durante gli anni novanta e la sua stabilizzazione a livelli piuttosto contenuti nell'ultimo decennio non sono fenomeni circoscritti all'area dell'euro, ma si sono osservati anche negli Stati Uniti (cfr. figura E). Rispetto ai riscontri forniti dalla SPF statunitense, nell'area dell'euro le aspettative di inflazione a più lungo termine sembrano essere rimaste ancorate su livelli inferiori. Ancor più significativo è il fatto che anche il disaccordo sulle aspettative di inflazione a più lungo termine, misurato come deviazione standard delle stime puntuali, è risultato minore nell'area dell'euro (cfr. figura F). Per quanto riguarda gli indicatori finanziari, conclusioni simili si possono trarre dai BEIR a termine a lunga scadenza: considerando un periodo di campionamento incluso fra il primo trimestre 2004 e il secondo trimestre 2008 così da evitare i periodi di forte distorsione nei mercati mondiali degli strumenti indicizzati all'inflazione, i BEIR a termine a cinque anni in avanti degli Stati Uniti si sono mossi all'interno di un intervallo più ampio (2,3-3,3 per cento) e con una maggiore volatilità (deviazione standard pari a circa 0,20) rispetto a quelli dell'area dell'euro (0,13).

Varie ricerche hanno analizzato l'ancoraggio delle aspettative di inflazione studiando la reazione degli indicatori finanziari (BEIR a termine a lunga scadenza e tassi di interesse nominali) alle notizie macroeconomiche. Ehrmann et al. (2007)<sup>6</sup> mostrano che a partire dall'avvio dell'UEM i tassi nominali a termine a lunga scadenza dei maggiori paesi dell'area dell'euro generalmen-

**Figura E Aspettative di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro e negli Stati Uniti**

(variazioni percentuali annue)



Fonti: BCE, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Consensus Economics.

Nota: a fini comparativi, le ultime rilevazioni disponibili si riferiscono al 1° trimestre 2009 per le SPF della BCE e degli Stati Uniti e all'ottobre 2008 per i dati di Consensus Economics. Per il periodo antecedente il 2003, i dati per l'area dell'euro sono tratti da Castelnovo et al. (2003) (cfr. la nota 2 al testo per i riferimenti bibliografici completi). A partire dal 2003, dati di Consensus Economics. Per un riassunto dei risultati della SPF della BCE per il 2° trimestre 2009, cfr. il riquadro 4 nella sezione 3 di questo numero del Bollettino.

6) M. Ehrmann, M. Fratzscher, R. Gürkaynak ed E. Swanson (2007), "Convergence and anchoring of yield curves in the euro area", *Working Paper* della BCE, n. 817.

**Figura F Grado di disaccordo sulle aspettative di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro e negli Stati Uniti**

(deviazione standard delle stime puntuali)



Fonti: BCE e Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Nota: a fini comparativi, le ultime rilevazioni disponibili si riferiscono per entrambe le SPF al 1° trimestre 2009. Per un riassunto dei risultati della SPF della BCE per il 2° trimestre 2009, cfr. il riquadro 4 nella sezione 3 di questo numero del Bollettino.

te non hanno reagito alla diffusione di notizie macroeconomiche. Ciò risulta particolarmente importante se si considera che la reazione dei tassi nominali a lungo termine degli Stati Uniti è spesso risultata statisticamente significativa<sup>7)</sup>. Le evidenze a disposizione indicano inoltre che negli Stati Uniti i BEIR a termine reagiscono con significatività statistica alla pubblicazione di nuovi dati macroeconomici anche sugli orizzonti lunghi, mentre nell'area dell'euro ciò avviene solo nel caso dei BEIR a breve termine e non in quello dei BEIR a lunga, a riprova del solido ancoraggio delle aspettative di inflazione nell'area dell'euro<sup>8)</sup>.

Nel complesso, le evidenze tratte dai sondaggi e dagli indicatori finanziari considerate in questo riquadro mostrano che le aspettative di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro sono relativamente ben ancorate. A partire dall'inizio della Terza Fase dell'UEM nel 1999 l'area dell'euro è stata colpita da una serie di significativi shock al rialzo per gli andamenti a breve termine dei prezzi, ma le aspettative di inflazione a lungo termine sembrano aver avuto una reazione contenuta e sono rimaste sostanzialmente in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

7) Cfr. ad esempio R. Gürkaynak, B. Sack ed E. Swanson (2005), "The sensitivity of long-term interest rates to economic news: evidence and implications for macroeconomic models", *American Economic Review*, vol. 95(1), pagg. 425-436; M. Beechey e J. Wright (2008), "The high-frequency impact of news on long-term yields and forward rates: is it real?", Board of Governors of the Federal Reserve, *Finance and Economics Discussion Paper*, n. 39.

8) M. Beechey, E. Johannsen e A. Levin (2007), "Are long-run inflation expectations anchored more firmly in the euro area than in the United States?", *Discussion Paper* del CEPR, n. 6536.

#### 4 FORMULAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA PER PREVENIRE E CONTRASTARE L'INSTABILITÀ DELLE ASPETTATIVE

Le banche centrali sono riuscite a mettere a punto delle salvaguardie istituzionali in grado di eliminare l'instabilità delle aspettative. Gli assetti di politica monetaria orientati alla stabilità costituiscono i primi e più efficaci presidi a difesa dell'emergere di tale instabilità.

##### I VANTAGGI DI COMUNICARE UNA DEFINIZIONE QUANTITATIVA DI STABILITÀ DEI PREZZI

In un contesto caratterizzato da una razionalità vincolata e una conoscenza imperfetta, la comunicazione dell'obiettivo di politica monetaria, rafforzata da una definizione numerica precisa della stabilità dei prezzi, diviene un potente strumento per evitare la deriva del processo di apprendimento delle aspettative del settore privato.

Un numero sempre maggiore di banche centrali comunica oggi come elemento della pro-

pria strategia di politica monetaria un obiettivo quantificato. Gli studi a disposizione indicano chiaramente che l'annuncio di un obiettivo esplicito di stabilità dei prezzi contribuisce ad ancorare le aspettative di inflazione. Per quanto riguarda l'area dell'euro, il Consiglio direttivo della BCE ha definito la stabilità dei prezzi come una variazione positiva, ma inferiore al 2 per cento, dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo. All'interno di questa fascia di valori, il Consiglio direttivo ha annunciato di mirare a mantenere il tasso di inflazione dell'area dell'euro "prossimo al 2 per cento" nel medio periodo. Tale obiettivo ha fornito un orientamento molto preciso ai mercati, fungendo da chiaro punto focale per le aspettative di inflazione. Le aspettative di inflazione a medio-lungo termine per l'area tratte sia dalle indagini sia dai dati di mercato sono rimaste fermamente ancorate su livelli compatibili con la definizione quantitativa di stabilità dei prezzi data dalla BCE, anche quando l'inflazione è stata soggetta a episodi temporanei di volatilità provocati da shock avversi all'offerta e alla domanda (cfr. il riquadro 1).

I regimi che prevedono il perseguimento di un obiettivo esplicito in termini di inflazione (*inflation-targeting*) contemplano generalmente anche una quantificazione dell'obiettivo di politica monetaria, ma la strategia della BCE si caratterizza per due elementi distintivi aggiuntivi: il ruolo preminente degli aggregati monetari e un orientamento di medio periodo. L'analisi monetaria si basa in particolare su note regolarità empiriche fondamentali che mostrano come le componenti di lungo periodo della crescita monetaria e l'inflazione siano strettamente collegate, dal momento che la crescita monetaria costituisce un indicatore con proprietà anticipatrici dell'inflazione<sup>10</sup>. L'orientamento di medio periodo della BCE non è quantificato in termini esatti, poiché il meccanismo di trasmissione della politica monetaria si esplica con sfasamenti temporali considerevoli e variabili. La calibrazione degli interventi dipende dalle condizioni dell'economia, dalla natura dei disturbi strutturali e da comportamenti economici variabili nel tempo generalmente in grado di influire sulla tempistica più appropriata da dare alle azioni di stabilizzazione dell'inflazione.

Oltre che dalla definizione quantitativa di stabilità dei prezzi, l'efficace ancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine dipende dall'impegno credibile dell'autorità monetaria nei confronti del proprio mandato. La credibilità dell'impegno della BCE ad adempiere al proprio mandato attraverso azioni coerenti e sistematiche di politica monetaria trova profonde radici nell'assetto istituzionale dell'UEM. Il Trattato di Maastricht sancisce con chiarezza che la politica monetaria nell'area dell'euro è condotta da una banca centrale indipendente cui è conferito l'obiettivo primario del mantenimento della stabilità dei prezzi.

#### **I VANTAGGI DI UNA RISPOSTA SISTEMATICA DELLA POLITICA MONETARIA**

In aggiunta all'esigenza di ancorare efficacemente le aspettative di inflazione a lungo termine tramite l'adozione di un obiettivo quantitativo chiaro, la ricerca accademica ha sottolineato i pregi di una politica di gestione sistematica delle aspettative e messo in luce

l'impatto di una politica monetaria sistematica e prevedibile sulle aspettative del pubblico (cfr. il riquadro 2).

La letteratura sulla politica monetaria ottimale indica che l'impegno ad assumere un comportamento coerente e ricorsivo nelle decisioni di politica monetaria dà risultati superiori rispetto a una conduzione completamente flessibile di quest'ultima, in base alla quale le azioni sarebbero intraprese in modo sequenziale senza che i singoli interventi vengano inseriti in un quadro sistematico generale di risposta al mutevole stato dell'economia.

Laddove la banca centrale è capace di convincere i soggetti economici della bontà dell'analisi da essa condotta sulle prospettive economiche e della sua valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi, i soggetti economici possono interiorizzare pienamente la risposta sistematica della politica monetaria, per cui le aspettative sulle azioni future di quest'ultima si aggiustano in senso equilibratore non appena vengono pubblicati nuovi dati macroeconomici. L'effetto di leva così prodotto dalle dichiarazioni e dalle azioni della banca centrale sul comportamento economico del settore privato costituisce uno strumento che può rivelarsi estremamente prezioso in presenza di shock e rischi importanti.

Inoltre, la coerenza dei comportamenti rappresenta un requisito per la credibilità e, in linea generale, nel valutare i pro e i contro delle decisioni che sono chiamate a prendere, le banche centrali non dovrebbero mai dimenticare che i loro interventi esercitano un influsso durevole sulla formazione delle aspettative e quindi sul comportamento dei soggetti economici. L'impegno credibile del Consiglio direttivo a conseguire la stabilità dei prezzi mediante l'attuazione di interventi di *policy* coerenti e sistematici affonda le proprie radici nella strategia di politica monetaria della BCE.

10) Cfr. L. Benati (2009), "Long-run evidence on money growth and inflation", *Working Paper* della BCE, n. 1027.

## Riquadro 2

## LA LETTERATURA ACCADEMICA SULLA GESTIONE OTTIMALE DELLE ASPETTATIVE

Il presente riquadro considera le principali prescrizioni fornite dalla letteratura sulla politica monetaria ottimale, con particolare riferimento alla gestione delle aspettative del settore privato nei casi di “trappole delle aspettative” in cui il tasso di interesse nominale a breve termine si trova su livelli tali da non consentirne un ulteriore abbassamento.

A livello accademico, un ampio *corpus* di ricerche sulla politica monetaria ottimale in ipotesi di aspettative razionali indica come sia fondamentale tenere in considerazione gli effetti sulle aspettative private prodotti dal comportamento ripetuto e coerente della politica monetaria. Al riguardo, vengono formulate due prescrizioni. La prima è che una politica monetaria ottimale in cui la banca si vincola a non deviare dà risultati migliori di una politica monetaria completamente flessibile in cui le decisioni sono prese sequenzialmente senza un quadro strategico coerente per la formulazione e la comunicazione degli interventi.

La seconda prescrizione è che, nel modello di base utilizzato nell'analisi della politica monetaria<sup>1)</sup>, la conduzione di una politica ottimale presuppone una misura di “dipendenza storica” per cui nella determinazione dei tassi di interesse una banca centrale, pur restando fermamente orientata al futuro, non perde di vista i comportamenti passati. Una politica che includa un appropriato riferimento alla dipendenza storica risulta in grado di attenuare l'impatto dei disturbi sulla stabilità macroeconomica esercitando un influsso stabilizzatore sulle aspettative del settore privato riguardo agli interventi futuri di politica monetaria. Ciò è reso possibile dalla gestione ottimale delle aspettative del settore privato nel caso in cui la banca centrale goda di perfetta credibilità. L'impegno della banca centrale a correggere le deviazioni dalla stabilità dei prezzi osservate induce gli operatori ad anticipare che i rischi correnti per la stabilità dei prezzi saranno contrastati, esercitando un influsso moderatore sulle decisioni correnti di determinazione dei prezzi. In questi modelli, una semplice regola che imponga un certo grado di dipendenza storica alla banca centrale sarebbe una che miri a un obiettivo espresso in termini di livello dei prezzi (*price-level targeting*), in base al quale la banca centrale interverrebbe per annullare gli scostamenti registrati dal livello dei prezzi rispetto all'andamento che avrebbe dovuto seguire *ex ante*.

Le prescrizioni di politica monetaria ottimale dimostratesi valide nell'ipotesi di razionalità delle aspettative restano di cruciale importanza per la formulazione della politica monetaria anche in presenza di imperfezioni nel processo di formazione delle aspettative. In particolare, il valore dell'impegno a non deviare da parte della banca centrale e della dipendenza storica della *policy* conservano la loro validità nell'ipotesi di aspettative “quasi razionali” del settore privato<sup>2)</sup>. Se da un lato i vantaggi del perseguimento di un obiettivo di livello dei prezzi, specie mediante il canale delle aspettative, dovrebbero essere intuitivamente minori in una situazione di apprendimento o di credibilità imperfetta, dall'altro studi recenti indicano che una politica che incorpori un certo grado di dipendenza storica risulterebbe comunque efficace nell'ancoraggio delle aspettative anche in un contesto di apprendimento adattivo<sup>3)</sup>.

1) Cfr. M. Woodford (2003), *Interest and prices: foundations of a theory of monetary policy*, Princeton University Press.

2) Cfr. M. Woodford (2008), “Robustly optimal monetary policy with near-rational expectations”, *mimeo*, Columbia University.

3) Cfr. V. Gaspar, F. Smets e D. Vestin (2007), “Is time ripe for price level path stability?”, *Working Paper* della BCE, n. 644.

La letteratura accademica ha sottolineato i benefici derivanti da un impegno credibile e dalla dipendenza storica in presenza di persistenti rischi al ribasso per la stabilità dei prezzi e di tassi di interesse su livelli molto bassi. L'adeguato indirizzo delle aspettative sull'andamento futuro della politica monetaria può rivelarsi assai efficace nell'influenzare in modo autoequilibratore i tassi di interesse reali *ex ante*. La capacità della banca centrale di manovrare le aspettative riguardo all'orientamento futuro della politica monetaria di fronte al materializzarsi di shock avversi ha il potenziale di stabilizzare nel medio periodo le aspettative di inflazione del settore privato, esercitando pressioni al ribasso sui tassi di interesse reali e imprimendo pertanto un orientamento ancora più accomodante alla politica monetaria. Nei limiti dei modelli teorici utilizzati in letteratura e sulla base di varie ipotesi riguardanti i regimi di politica di bilancio, una strategia di *price-level targeting* darebbe attuazione alla politica monetaria ottimale e riuscirebbe ad abbassare in modo appropriato i tassi di interesse reali *ex ante*<sup>4)</sup>. Va notato che, in questa formulazione, l'impegno condizionato della banca centrale a formulare la politica monetaria in maniera che tenga conto del passato concerne le prospettive dei prezzi e non lo strumento di politica monetaria.

Il filone della ricerca economica qui considerato mostra che l'esistenza di un limite inferiore ai tassi di interesse nominali a breve termine comporta importanti implicazioni per l'andamento effettivo dell'economia e la conduzione ottimale della politica monetaria, dal momento che il comportamento degli operatori economici varia quando essi anticipano che tale soglia possa essere raggiunta e risultare vincolante. Al tempo stesso, un assetto di *policy* basato su una chiara definizione dell'obiettivo di stabilità dei prezzi della politica monetaria e sull'attenta gestione delle aspettative di inflazione appare uno strumento efficace per contrastare eventuali episodi di deflazione.

I riscontri confortanti di questo filone di ricerca riguardanti la capacità di una politica monetaria orientata alla stabilità di prevenire le spirali deflazionistiche sono addirittura rafforzati allorché si allarga il campo di indagine al di là dei confini ristretti del semplice modello da cui sono stati ricavati. In effetti, la descrizione del canale di attuazione della politica monetaria incorporata in questo modello (in base alla quale la politica monetaria agisce sull'economia soltanto attraverso l'influsso esercitato sulla sostituzione intertemporale delle voci di spesa privata) è eccessivamente semplicistica e, in particolare, non considera la pluralità di tassi di interesse che caratterizzano il funzionamento dei mercati del reddito fisso e del credito nelle economie avanzate. In pratica, nell'economia sussistono importanti elementi di frizione finanziaria che si riflettono nei differenziali creditizi e di liquidità osservati nei mercati finanziari. Di conseguenza, la politica monetaria può esercitare un influsso sugli andamenti economici anche cercando di agire su tali differenziali. Per contro, nel semplice modello di cui sopra, la determinazione dei prezzi dei titoli a lunga scadenza si fonda sull'ipotesi di validità della teoria delle aspettative della struttura per scadenze dei tassi di interesse, per cui l'unico canale attraverso il quale la politica monetaria può influire sui tassi di interesse a lungo termine è quello dell'impegno nei confronti di un determinato andamento futuro dei tassi di interesse a breve termine.

In conclusione, questo riquadro ha fornito indicazioni a supporto della tesi – espressa nel corpo principale del testo – in base alla quale un chiaro assetto strategico e una politica di indirizzo delle aspettative basata su tale assetto possono fungere da presidi efficaci contro le trappole delle aspettative. Proprio perché tali strumenti funzionano attraverso l'influsso esercitato sulle aspet-

4) Tale argomentazione è avanzata formalmente ad esempio in G.B. Eggertsson e M. Woodford (2003), "The zero bound on interest rates and optimal monetary policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 34, numero 1, pagg. 139-235, e K. Adam e R.M. Billi (2006), "Optimal monetary policy under commitment with a zero bound on nominal interest rates", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 38(7), pagg. 1877-1905

tative del settore privato, il loro successo dipende in maniera cruciale dalla credibilità acquisita dalla banca centrale nella loro attuazione. Ciò rende particolarmente importanti la coerenza e l'efficacia della comunicazione della banca centrale. Va inoltre sottolineato che le banche centrali possono avvalersi di misure complementari e sussidiarie al fine di modificare le condizioni creditizie e favorire l'intermediazione finanziaria, in vista del fatto che i tassi di interesse nominali a breve termine potrebbero portarsi in prossimità di livelli molto bassi di fronte a persistenti rischi al ribasso per la stabilità dei prezzi<sup>5)</sup>.

5) Cfr. D. Reifschneider e J. C. Williams (2000), "Three lessons for monetary policy in a low-inflation era", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 17(4), pagg. 145-166.

## 5 PROBLEMATICHE RELATIVE ALLA GESTIONE DELLE ASPETTATIVE

### USO DELLA COMUNICAZIONE NELLA GESTIONE DELLE ASPETTATIVE

Come già accennato, le indicazioni sulle aspettative del settore privato tratte dalle indagini, nonché l'attività di previsione condotta dalle banche centrali, mostrano che all'interno dell'economia ha luogo un considerevole processo di apprendimento e che le aspettative dei vari soggetti economici appaiono alquanto eterogenee. Di fatto, spesso il disallineamento delle aspettative a breve termine del settore privato con l'obiettivo della banca centrale dipende semplicemente da informazioni imperfette riguardo allo stato corrente dell'economia. In questo quadro, si è riflettuto sull'uso della comunicazione quale strumento di rafforzamento della gestione delle aspettative.

Esiste una tensione intrinseca, che le banche centrali non possono ignorare, fra la loro capacità di gestire le aspettative del settore privato e fornire una guida agli operatori di mercato professionisti da un lato, e la loro esigenza di imparare dai mercati dall'altro. Nella misura in cui la banca centrale riesce a influenzare le azioni dei soggetti economici segnalando le proprie intenzioni, i singoli operatori di mercato potrebbero essere incoraggiati nelle loro decisioni a dare un peso relativamente maggiore agli annunci della banca centrale piuttosto che alle informazioni private di cui dispongono<sup>11)</sup>.

Di conseguenza, il ruolo di coordinamento che la banca centrale può avere nel processo di for-

mazione delle aspettative andrebbe utilizzato con cautela, poiché potrebbe far sì che il giudizio della banca centrale stessa influenzi in misura sproporzionata i comportamenti economici. Inoltre, qualora la banca centrale non riconosca che il suo successo nell'influenzare le opinioni dei soggetti economici rischia di sminuire il valore informativo delle fonti decentrate di conoscenza economica, vi è il rischio che si crei un senso inopportuno di compiacimento per l'ancoraggio delle aspettative di inflazione che potrebbe confondere a tratti i segnali di aspettative irragionevoli incipienti in alcuni segmenti dell'economia<sup>12)</sup>.

Al fine di migliorare il meccanismo di formazione delle aspettative e di minimizzare eventuali scostamenti fra le aspettative del settore privato e le intenzioni della banca centrale si è suggerito che le banche centrali dovrebbero fornire agli operatori di mercato indicazioni piuttosto precise riguardo al probabile andamento futuro dei tassi di interesse di riferimento al di là del brevissimo termine. Benché una scelta di questo tipo possa effettivamente allineare le aspettative del mercato con le considerazioni della banca centrale al momento dell'annuncio, sussistono timori per quanto attiene alla fattibilità e all'au-

11) Cfr. ad esempio S. Morris e H.S. Shin (2002), "Social value of public information", *American Economic Review*, vol. 92, n. 5, pagg. 1521-1534, e S. Morris e H.S. Shin (2005), "Central bank transparency and the signal value of prices", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 36, n. 2, pagg. 1-66.

12) Cfr. anche C. Borio e P. Lowe (2002), "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", *Working Paper della BRI*, n. 114.

spicabilità della comunicazione di indicazioni precise sul probabile andamento futuro dei tassi ufficiali<sup>13)</sup>.

Per quanto riguarda l'aspetto della fattibilità, si è fatto notare che i comitati decisionali potrebbero incappare in un vincolo operativo stringente al momento di doversi accordare sui valori da dare ai tassi ufficiali nell'arco dell'intero periodo futuro considerato, in particolare qualora cerchino allo stesso tempo di raggiungere un consenso sulle prospettive economiche e sulla bilancia dei rischi per gli obiettivi della politica monetaria. Quanto all'auspicabilità di un tale annuncio, si è inoltre sottolineato che l'incertezza riguardo ai fattori di disturbo e al comportamento della macroeconomia rende assai arduo definire in modo preciso e affidabile l'entità e i tempi degli aggiustamenti futuri dell'orientamento monetario. Vi è pertanto il rischio che i mercati e il pubblico possano non comprendere in pieno come il profilo annunciato per i tassi futuri sia condizionato a informazioni e valutazioni disponibili al momento dell'annuncio. Come conseguenza di simili potenziali equivoci, frequenti deviazioni del profilo effettivo dei tassi da quello dichiarato potrebbero mettere a repentaglio la credibilità della banca centrale, indebolendo la fiducia del pubblico nella capacità di previsione della banca centrale o nel suo impegno a conseguire i risultati promessi.

In definitiva, i costi e i benefici di comunicare il probabile andamento futuro dei tassi di riferimento dipenderanno dalla struttura e dalla complessità dell'economia, dalla natura e dall'entità dell'incertezza cui sono confrontati i responsabili delle politiche e dall'assetto istituzionale della banca centrale. È facile che le difficoltà potenzialmente derivanti dalla pubblicazione dell'andamento dei tassi di interesse risultino superiori ai corrispondenti vantaggi. All'interno di un quadro strategico chiaramente definito, la BCE ha adottato un approccio piuttosto pragmatico e flessibile, incentrando la propria comunicazione sulla valutazione formulata dal Consiglio direttivo in merito alla situazione attuale e alle prospettive macroeconomiche. Tale approccio ha fornito agli operatori una guida chiara per la formazione

delle aspettative di inflazione e un parametro per comprendere ed anticipare la probabile risposta della politica monetaria agli shock o a nuove informazioni. Gli studi disponibili confortano la conclusione secondo cui la trasparenza, effettiva e percepita, delle valutazioni dei responsabili delle politiche sullo stato dell'economia rafforza la prevedibilità della politica monetaria<sup>14)</sup>.

#### ASPETTATIVE IRRAGIONEVOLI

L'eventualità che si presentino periodi protratti in cui i prezzi in alcuni segmenti del mercato finanziario assumono configurazioni atipiche pone le banche centrali di fronte a problematiche rilevanti.

Un filone recente della letteratura accademica si è occupato del ruolo delle "aspettative irragionevoli" sulle opportunità economiche future quale fonte di oscillazioni pronunciate dei prezzi delle attività e delle condizioni economiche. Intuitivamente, poiché i soggetti economici ricevono solo segnali imperfetti riguardo, ad esempio, gli andamenti futuri della produttività, un eccesso di ottimismo circa i progressi tecnologici a venire potrebbe dare luogo a fasi in cui – anticipando futuri rendimenti elevati – i soggetti economici accumulano capitale a ritmi più sostenuti e i prezzi delle attività tendono a crescere. Allorché le loro aspettative si rivelano infondate, tale situazione si traduce in bruschi disinvestimenti, in una correzione dei prezzi delle attività e in una rivalutazione generalizzata potenzialmente severa delle prospettive economiche. Tale fenomeno può essere formalizzato nel contesto di modelli macroeconomici strutturali basati sull'ipotesi di aspettative razionali in cui intervengono "shock informativi" riguardanti i fondamentali economici, che determinano le oscillazioni aggregate<sup>15)</sup>. Sebbene la presenza di segnali imperfetti

13) Cfr. T. Blattner et al. (2008), "The predictability of monetary policy", *Occasional Paper* della BCE, n. 83.

14) Cfr. ad esempio A. Weber (2008), "Communication, decision-making and the optimal degree of transparency of monetary policy committees", *Discussion Paper* della Deutsche Bundesbank, n. 02/2008.

15) Cfr. ad esempio P. Beaudry e F. Portier (2004), "An exploration into Pigou's theory of cycles", *Journal of Monetary Economics*, vol.51, pagg. 1183-1216

all'origine delle "aspettative irragionevoli" non modifichi le prescrizioni normative di politica monetaria relative alla priorità dell'obiettivo di stabilità dei prezzi, studi recenti hanno illustrato la possibilità che la politica monetaria venga formulata in modo inappropriatamente prociclico qualora la banca centrale non mantenga l'orientamento di medio periodo e si occupi in modo eccessivo di contrastare le pressioni disinflazionistiche a breve termine derivanti da notizie positive dal lato dell'offerta<sup>16</sup>.

Da un punto di vista operativo, la comunità delle banche centrali sostiene da tempo che potrebbe essere inopportuno contrastare i principali effetti collaterali di tali ondate di aspettative "irragionevoli" o esagerate, segnatamente i disallineamenti dei prezzi delle attività. In termini generali, le informazioni sulle dinamiche dei prezzi delle attività sono sempre state considerate di primaria importanza per permettere alle banche centrali di formarsi un giudizio solido relativamente alla possibilità che i prezzi delle attività si siano discostati dalle determinanti fondamentali e all'entità del loro eventuale scostamento.

La gravità dell'attuale crisi finanziaria, tuttavia, mette in discussione l'oculatezza della scelta di ignorare gli squilibri dei prezzi delle attività nella conduzione della politica monetaria. Per quanto la comunicazione delle banche centrali possa contribuire ad attenuare le dinamiche dei prezzi delle attività, la crisi finanziaria mostra altresì che l'impatto di annunci pubblici di questo tipo è limitato in assenza di meccanismi strategici di rafforzamento in aggiunta al perseguimento di un obiettivo quantitativo di stabilità dei prezzi. Sotto questo aspetto, la strategia della BCE fondata su due pilastri è uno strumento che contribuisce a limitare la tendenza della politica monetaria a divenire prociclica in epoche favorevoli. Sfruttando l'associazione fra le dinamiche dei prezzi delle attività e gli andamenti della moneta e del credito, l'analisi monetaria incorpora indirettamente l'evoluzione dei prezzi delle attività nella conduzione della politica monetaria. Grazie al costante monitoraggio degli andamenti nei mercati delle attività e al raffronto incrociato con quelli nel mercato del credito e con l'evoluzione

di vari indicatori di liquidità, la BCE può, in una fase precoce, contribuire a limitare il potenziale ulteriore sviluppo di aspettative irragionevoli circa i prezzi delle attività<sup>17</sup>.

Il perseguimento a livello mondiale di politiche macroeconomiche orientate alla stabilità costituisce certamente una condizione necessaria alla stabilità finanziaria internazionale. Si rendono pertanto essenziali interventi volti a correggere i punti di debolezza presenti nella sorveglianza macroeconomica globale. Occorre affrontare la questione della natura prociclica delle politiche macroeconomiche e ideare schemi di incentivo che estendano l'orizzonte temporale considerato dagli operatori del mercato finanziario al fine di contribuire alla creazione di stabilizzatori automatici riequilibrativi al centro del sistema finanziario.

#### LE TRAPPOLE DELLE ASPETTATIVE

Le "trappole delle aspettative" sono state studiate quale spiegazione teorica delle situazioni in cui i cambiamenti delle opinioni del settore privato riguardo al corso futuro dell'inflazione sono convalidate *ex post*, e interazioni distorte fra i soggetti economici e l'autorità monetaria determinano considerevoli e prolungate deviazioni dalla stabilità dei prezzi. Le trappole delle aspettative potrebbero condurre a tassi di inflazione eccessivamente elevati o – più raramente – a episodi prolungati di deflazione. Nell'arco degli ultimi vent'anni, attraverso un lungo e riuscito processo di riforme istituzionali, le banche centrali hanno introdotto nei loro assetti strategici dei meccanismi intrinseci in grado di scongiurare il pericolo di cadere in trappole delle aspettative.

Benché le cause di molti episodi storici di instabilità al rialzo o al ribasso delle aspettative di

16) Cfr. L. Christiano, C. Ilut, R. Motto e M. Rostagno (2008), "Monetary policy and stock market boom-bust cycles", *Working Paper* della BCE, n. 955.

17) Cfr. l'articolo "Bolle dei prezzi delle attività e politica monetaria" nel numero di aprile 2005 di questo Bollettino e C. Borio (2008), "The financial turmoil of 2007-?: a preliminary assessment and some policy considerations", *Working Paper* della BRI, n. 251.

inflazione siano ancora oggetto di discussione scientifica, molto spesso è evidente la responsabilità attribuibile ai regimi di politica monetaria nel tollerare l'emergere e la persistenza di aspettative instabili. La "Grande Inflazione" verificatasi in molti paesi negli anni settanta è considerata come esemplare di una situazione in cui l'instabilità al rialzo delle aspettative di inflazione a lungo termine ha complicato profondamente la conduzione della politica monetaria e ha portato a una *performance* macroeconomica negativa. L'ipotesi secondo cui l'economia statunitense cadde in una trappola delle aspettative a cavallo fra la fine degli anni sessanta e l'inizio dei settanta è confortata da varie ricerche<sup>18)</sup>. In molti episodi di questo genere il messaggio veicolato al pubblico è stato che la banca centrale non era in posizione di ripristinare la stabilità dei prezzi se altri soggetti economici non avessero iniziato a prendere alcune misure, o che essa avrebbe potuto riprendere il controllo delle dinamiche di inflazione, ma i connessi costi a breve termine sarebbero stati eccessivamente elevati e destabilizzanti. Di conseguenza, le cause della Grande Inflazione possono essere ricercate nella mancanza di un assetto istituzionale appropriato capace di contrastare la percezione del pubblico secondo cui nessun intervento di politica monetaria si sarebbe frapposto a una crescita elevata e persistente dei prezzi.

L'implementazione di politiche macroeconomiche alternative avrebbe plausibilmente permesso di evitare la Grande Inflazione. Il fatto che né la Germania né la Svizzera siano state interessate dalla Grande Inflazione quanto molti altri paesi riflette probabilmente il loro diverso approccio nella gestione delle politiche macroeconomiche, e dimostra i vantaggi di un solido assetto di *policy*, che includa la ferma determinazione a contrastare le pressioni inflazionistiche<sup>19)</sup>.

Le trappole delle aspettative sono state altresì studiate in connessione con le aspettative di deflazione in un contesto di livelli molto bassi dei tassi di interesse nominali a breve termine. La deflazione è un calo autoperpetuantesi dei prezzi nell'arco di un periodo di tempo prolungato, in cui una contrazione grave della domanda ag-

gregata è rafforzata da aspettative radicate di nuovi ribassi dei prezzi e dal rinvio dei progetti di spesa. L'analisi dei rarissimi episodi in cui tali spirali negative sembra abbiano preso il sopravvento, unitamente agli avanzamenti della teoria economica, indica che la politica monetaria produce un influsso significativo sugli andamenti economici e può scongiurare, o arrestare, lo sviluppo di dinamiche deflazionistiche.

Il principale strumento di prevenzione è dato da un assetto di politica monetaria orientato al conseguimento della stabilità dei prezzi definita in termini numerici. In nessuno dei rari casi del remoto passato in cui spirali deflazionistiche hanno minacciato la stabilità dell'economia di mercato la banca centrale era vista come un guardiano della stabilità dei prezzi. In occasione di questi episodi, gli shock negativi che avevano inizialmente colpito i prezzi vennero propagati e perpetuati nei processi di formazione di prezzi e salari, dal momento che le aspettative al riguardo erano guidate unicamente dall'andamento pregresso dell'inflazione, e non dalle intenzioni della banca centrale. All'opposto, il solido ancoraggio delle aspettative nel processo di formazione di prezzi e salari può arrestare questo meccanismo di propagazione potenzialmente formidabile, e ripristinare le forze riequilibratrici ad uno stadio ancora precoce.

Le banche centrali sono in grado di esercitare un'azione efficace anche nel caso in cui abbiano esaurito il margine di manovra per imprimere un orientamento accomodante alla politica monetaria attraverso i canali ordinari. In primo luogo, l'influenza degli interventi di politica monetaria sull'economia non può essere riportata alle sole variazioni dei tassi di interesse a brevissimo termine. I tassi a più lunga scadenza sono anzi ben più rilevanti ai fini delle decisioni di spesa e di investimento delle famiglie e delle imprese. Il

18) Cfr. in particolare L. Christiano e C. Gust (2000), "The expectations trap hypothesis", *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, vol. 25 (2), pagg. 21-39.

19) A. Beyer, V. Gaspar, C. Gerberding e O. Issing (2009), "Opting out of the Great Inflation: German monetary policy after the breakdown of Bretton Woods", *Working Paper* della BCE, n. 1020.

nesso fondamentale che lega i tassi ufficiali a quelli a più lungo termine sta nella formazione delle aspettative del settore privato, che possono essere influenzate da una banca centrale impegnata al mantenimento della stabilità dei prezzi. In secondo luogo, anche laddove i tassi di interesse a breve termine si collocano su livelli molto bassi è possibile intraprendere misure per influire sui differenziali e sui flussi creditizi. Pertanto, anche dinanzi a persistenti rischi al ribasso per la stabilità dei prezzi, un'azione risoluta, accompagnata da un chiaro indirizzo alle aspettative, è essenziale per riaffermare la determinazione della banca centrale al mantenimento della stabilità dei prezzi.

Nell'area dell'euro l'affidamento della politica monetaria a una banca centrale indipendente con l'obiettivo principale di mantenere la stabilità dei prezzi, la definizione quantitativa della stabilità dei prezzi e l'orientamento di medio periodo della strategia di politica monetaria della BCE costituiscono dei solidi presidi contro la destabilizzazione delle aspettative di inflazione. La credibilità della banca centrale nel conseguimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo rappresenta un bene prezioso in tempi di turbolenza. Nei momenti di crisi, la BCE funge da ancora della fiducia, consentendo ai soggetti economici di formulare proiezioni sul futuro sapendo che il loro potere d'acquisto sarà preservato.

## 6 CONCLUSIONI

Il monitoraggio e l'indirizzo delle aspettative del settore privato occupano una posizione centrale nell'attività delle banche centrali moderne. Queste ultime devono costantemente considerare l'orizzonte di medio periodo, rilevante ai fini di *policy*, tenendo conto dell'influsso durevole esercitato sulle aspettative dalle proprie decisioni. Nella calibrazione degli interventi delle banche centrali le aspettative del settore privato sono di primaria importanza, non da ultimo per

l'influenza che esercitano sugli andamenti macroeconomici effettivi correnti e sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Il mantenimento della stabilità dei prezzi in molti paesi nell'arco di quasi vent'anni discende in parte dal pieno riconoscimento del ruolo cruciale delle aspettative per i comportamenti economici e la conduzione della politica monetaria.

La strategia di politica monetaria della BCE è stata basata sul riconoscimento del ruolo delle aspettative quali determinanti fondamentali degli andamenti macroeconomici. Essa fornisce una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi, che funge da punto focale per le aspettative a lungo termine del settore privato, e presenta un chiaro orientamento al medio termine, prevenendo così un eccessivo attivismo e la creazione indebita di volatilità nell'economia reale. L'eshaustività dell'analisi alla base delle decisioni del Consiglio direttivo, che si fonda sui due pilastri che compongono la strategia e trova riflesso nella comunicazione dettagliata di come venga perseguito sistematicamente l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi, rende possibile presso il pubblico e gli operatori di mercato la formazione di aspettative coordinate di una conduzione prevedibile della politica monetaria. Ciò induce considerevoli implicazioni favorevoli per le dinamiche delle aspettative nell'arco del ciclo e per l'efficacia della politica monetaria nel conseguimento della stabilità dei prezzi.

La politica monetaria si trova di fronte a grandi sfide per il futuro. L'attuale crisi finanziaria mette in discussione l'oculatezza della scelta di ignorare le aspettative irragionevoli incorporate nei prezzi delle attività e potrebbe richiedere il rafforzamento dei meccanismi strategici al di là dell'obiettivo quantitativo della stabilità dei prezzi. La BCE, grazie in particolare all'analisi monetaria contenuta nella sua strategia di politica monetaria, si trova in una posizione favorevole per rilevare precocemente l'emergere di disallineamenti nei prezzi delle attività tenendo sotto controllo l'inflazione effettiva e attesa.



## CINQUE ANNI DI APPARTENENZA ALL'UE

*Cinque anni fa, il 1° maggio 2004, l'Unione europea (UE) accoglieva dieci nuovi Stati membri. Il 1° gennaio 2007 vedeva l'ingresso di altri due paesi, Bulgaria e Romania. Questo articolo esamina alcuni aspetti istituzionali concernenti l'integrazione nell'area dell'euro, per poi descrivere le caratteristiche macroeconomiche e strutturali fondamentali dei dodici paesi interessati inserendo gli andamenti nel contesto del periodo post-adesione. Molti di questi paesi hanno compiuto notevoli progressi nel processo di convergenza (catching up) a vari livelli e nel rafforzamento del loro potenziale di integrazione nell'area dell'euro. Quattro (Cipro, Malta, Slovenia e Slovacchia) hanno già adottato la moneta unica, mentre gli altri sono ancora posti di fronte ad alcune importanti sfide per garantire una convergenza sostenibile con l'area.*

### I INTRODUZIONE

Cinque anni fa l'Unione europea (UE) è cresciuta da 15 a 25 Stati membri, il più grande allargamento dalla sua istituzione. L'ingresso di Repubblica Ceca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Ungheria, Malta, Polonia, Slovenia e Slovacchia il 1° maggio 2004 è stato seguito più di recente da quello di Bulgaria e Romania il 1° gennaio 2007, che ha portato l'UE alla sua composizione attuale<sup>1)</sup>. In senso giuridico stretto, l'adesione conferisce a questi paesi (di seguito, Nuovi Stati membri o NSM) i medesimi diritti e doveri del resto dell'UE. Ciò comporta la partecipazione all'Unione economica e monetaria (UEM) in qualità di "Stati membri con deroga", vale a dire l'impegno a prepararsi per l'ingresso nell'area dell'euro alle condizioni stabilite nel Trattato che istituisce la Comunità europea (di seguito, il Trattato).

L'appartenenza all'UE impone agli NSM di considerare le loro politiche economiche "una questione di interesse comune" (articolo 99 del Trattato) e di partecipare alle procedure dell'Unione in materia di sorveglianza e coordinamento, con particolare riferimento alle disposizioni pertinenti del Patto di stabilità e crescita e alla procedura per disavanzo eccessivo. Inoltre, con l'adesione, le banche centrali degli NSM sono entrate a far parte del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e i rispettivi governatori sono diventati membri del Consiglio generale della BCE.

Dal loro ingresso nell'UE nel 2004, quattro paesi – Cipro, Malta, Slovenia e Slovacchia – hanno soddisfatto i criteri di convergenza specificati nel Trattato e adottato l'euro in momenti diversi. Di conseguenza, le rispettive banche centrali

nazionali (BCN) hanno aderito all'Eurosistema e i loro governatori sono diventati membri del Consiglio direttivo della BCE. Gli altri otto NSM non hanno ancora completato il processo di convergenza e i preparativi per l'adozione della moneta unica.

Questo articolo esamina diverse caratteristiche istituzionali ed economiche connesse con l'allargamento dell'UE. La seconda sezione descrive alcuni aspetti istituzionali concernenti il processo di integrazione degli NSM nell'area dell'euro; la terza illustra le caratteristiche macroeconomiche e strutturali fondamentali dei dodici paesi interessati; la quarta approfondisce le principali sfide che – in misura diversa – gli NSM dovranno probabilmente affrontare durante il processo di convergenza; la quinta presenta le osservazioni conclusive.

### 2 IL PERCORSO VERSO L'EURO: TRE FASI DISTINTE

I progressi verso l'adozione dell'euro dopo l'ingresso nell'UE andrebbero considerati come un processo continuo che, dal punto di vista istituzionale, si articola in tre fasi principali: (1) appartenenza all'UEM con deroga; (2) partecipazione ai nuovi accordi europei di cambio (AEC II); (3) appartenenza all'UEM a pieno titolo e adozione dell'euro, previo soddisfacimento di condizioni economiche e giuridiche specifiche.

1) Cfr. l'articolo *L'economia dell'UE dopo l'adesione dei nuovi Stati membri* nel numero di maggio 2004 di questo Bollettino e l'articolo *L'ampliamento dell'economia dell'UE e dell'area dell'euro* nel numero di gennaio 2007 di questo Bollettino.

In qualità di “Stati membri con deroga”, gli NSM devono considerare le loro politiche di cambio – che restano di competenza nazionale – come “un problema di interesse comune” (articolo 124 del Trattato). Quando lo ritengono opportuno, possono aderire agli AEC II sulla base di un accordo comune relativo alla parità centrale della loro valuta rispetto all’euro con una banda di oscillazione standard del  $\pm 15$  per cento. Gli AEC II offrono un quadro orientato alla stabilità, che sostiene il processo di convergenza e contribuisce ad ancorare le divise dei paesi partecipanti nel periodo di preparazione all’adozione della moneta unica. Solo un periodo sufficientemente lungo di partecipazione agli AEC II (il Trattato prevede almeno due anni prima di una valutazione del grado di convergenza), con tassi di cambio stabili, consente di verificare in modo attendibile il funzionamento dell’economia in condizioni relativamente simili a quelle successive all’adozione dell’euro.

Per il diverso grado di convergenza economica e altre circostanze specifiche nazionali, è normale che i singoli paesi seguano percorsi di convergenza differenti.

Negli ultimi cinque anni, sette NSM su dodici hanno aderito agli AEC II. La corona estone, il litas lituano e il tallero sloveno sono entrati il 28 giugno 2004. Nel caso di Estonia e Lituania, si è convenuto che le rispettive divise aderissero mantenendo i preesistenti accordi di *currency board* come impegno unilaterale e quindi senza ulteriori obblighi per la BCE. La sterlina cipriota, il lat lettone e la lira maltese hanno fatto il loro ingresso il 2 maggio 2005. Quale impegno unilaterale, le autorità maltesi hanno dichiarato l’intenzione di mantenere il tasso di cambio della lira in corrispondenza della sua parità centrale con l’euro e le autorità lettoni hanno deciso di mantenere il tasso di cambio del lat alla parità centrale con l’euro entro una banda di oscillazione di  $\pm 1$  per cento. Infine, la corona slovacca ha aderito il 28 novembre 2005. In tutti i casi, l’accordo per la partecipazione di queste valute agli AEC II si è basato sul preciso impegno delle rispettive autorità nazionali ad attuare politiche volte a preservare la stabilità macroeconomica

e assicurare la sostenibilità del processo di convergenza.

Dopo il periodo minimo di due anni di partecipazione agli AEC II, uno Stato membro può – in linea di principio – adottare l’euro se ha conseguito un grado sufficientemente elevato di convergenza sostenibile in base ai criteri elencati nel Trattato. Alla luce di tali criteri – che riguardano in particolare l’andamento dell’inflazione, i tassi di interesse a lungo termine, la stabilità del cambio e la posizione fiscale in termini di disavanzo e debito delle Amministrazioni pubbliche – la Commissione europea e la BCE esaminano il grado di convergenza sostenibile raggiunto da ciascuno Stato membro e la compatibilità delle normative nazionali, compreso lo statuto della rispettiva BCN, con le disposizioni del Trattato e con lo Statuto del SEBC. Tenendo conto delle suddette valutazioni, sulla base della raccomandazione della Commissione europea e dopo essersi consultato con il Parlamento europeo, il Consiglio UE riunito nella composizione dei Capi di Stato o di governo discute e decide a maggioranza qualificata se abrogare la deroga relativa allo Stato membro interessato.

Seguendo le procedure stabilite dal Trattato, la Slovenia è stato il primo NSM a soddisfare i criteri necessari per l’adozione della moneta unica e il 1° gennaio 2007 è diventata il 13° membro dell’area dell’euro. L’anno successivo sono entrate Cipro e Malta, dopo una valutazione positiva del grado di convergenza sostenibile raggiunto. L’ultima adesione riguarda la Slovacchia, che ha adottato l’euro il 1° gennaio 2009.

### 3 CONVERGENZA E INTEGRAZIONE <sup>2)</sup>

#### 3.1 PROFILI DI CRESCITA E REDDITO PRO CAPITE

Al momento dell’ingresso nell’UE, tutti gli NSM avevano compiuto progressi significativi verso la stabilizzazione del quadro macroeco-

2) I dati contenuti in questo articolo sono aggiornati al 14 aprile 2009.

nomico e avevano già introdotto un'ampia serie di riforme strutturali volte a favorire la crescita. Nel periodo successivo gran parte di questi paesi ha continuato a registrare un'espansione economica sostenuta, in parte favorita dalle prospettive di adesione. Assieme al grado elevato di integrazione commerciale e finanziaria all'interno dell'UE e ai livelli relativamente bassi di reddito pro capite in gran parte degli NSM, ciò ha agevolato l'afflusso di ingenti capitali attratti dall'aspettativa di forti rendimenti. Le aspettative di un rapido incremento dei redditi e della ricchezza, basate sui continui guadagni di produttività e sull'emergere di condizioni significativamente più tese nei mercati del lavoro, hanno altresì incoraggiato le famiglie a indebitarsi con l'obiettivo di finanziare la spesa per consumi. La crescita del prodotto è stata inoltre sorretta da fattori esterni, grazie all'effetto congiunto di una domanda estera vivace e di condizioni di finanziamento esterno favorevoli. In aggiunta, gli NSM hanno ricevuto sostanziosi importi a titolo di fondi strutturali dell'UE. Di conseguenza, dopo l'adesione, la crescita si è notevolmente intensificata in quasi tutti gli NSM (cfr. figura 1). La principale eccezione è costituita dall'Ungheria: in tale paese il ritmo di

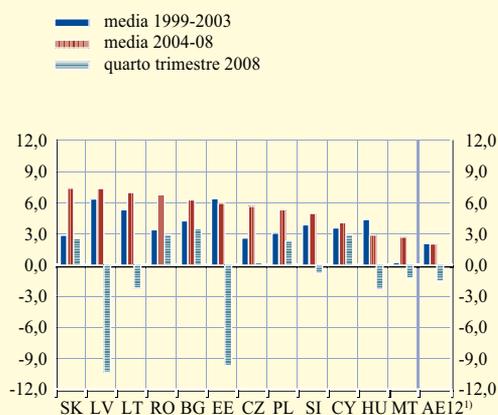
espansione del PIL è di fatto calato, di riflesso ai costi di adeguamento derivanti dalle politiche fiscali troppo poco disciplinate della prima metà di questo decennio.

Il 2008 ha tuttavia visto arrestarsi la tendenza verso una rapida espansione economica degli NSM, nel contesto della crisi finanziaria mondiale che ha esacerbato il rallentamento ciclico già in atto in molti di questi paesi. La crescita è diminuita particolarmente nelle economie in cui era stata più marcata e soprattutto nei paesi baltici, che hanno registrato una netta contrazione del prodotto. Anche negli altri paesi la crescita del PIL è calata sensibilmente nel corso del 2008.

La dinamica relativamente robusta del prodotto degli NSM negli ultimi anni ha in generale concorso a far convergere i redditi pro capite verso i livelli dell'area dell'euro. Esistono tuttavia differenze significative tra paesi. I tre paesi baltici, la Romania e la Slovacchia hanno registrato il ritmo più elevato di recupero del divario rispetto all'area dell'euro, con un aumento dei redditi pro capite pari ad almeno 10 punti percentuali dal 2004. Cipro, Ungheria e Malta

**Figura 1 Crescita del PIL in termini reali**

(variazioni percentuali annue)



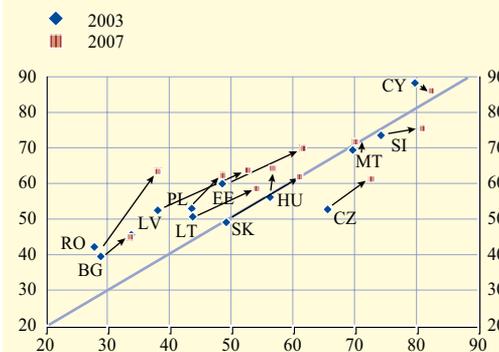
Fonte: Eurostat.

Nota: gli NSM sono elencati in ordine decrescente rispetto al tasso di crescita del PIL nel periodo 2004-08.

1) L'aggregato dell'area dell'euro comprende i 12 Stati membri dell'UE che hanno adottato la moneta unica prima del 2004.

**Figura 2 Reddito pro capite in base al PIL e livelli dei prezzi**

asse orizzontale: PIL pro capite in termini di PPA (AE-12 = 100)  
asse verticale: livelli dei prezzi comparati (AE-12 = 100)



Fonte: Eurostat.

Nota: PPA sta per parità di potere di acquisto.

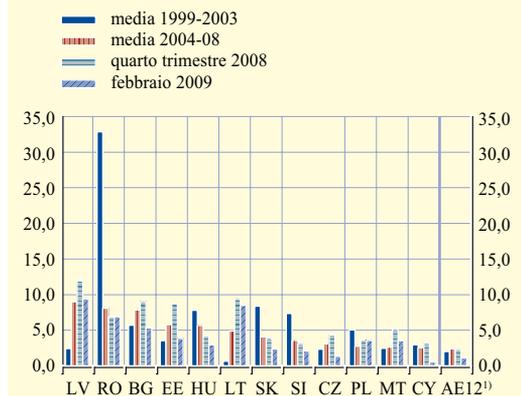
non hanno invece compiuto praticamente alcun progresso nel processo di convergenza reale dalla loro adesione all'UE. Nell'insieme, il reddito pro capite degli NSM calcolato in base al PIL si è mantenuto generalmente ben inferiore alla media dell'area dell'euro nel 2008, spaziando, in rapporto a quest'ultima, tra il 34 per cento circa in Bulgaria a oltre l'80 per cento a Cipro e in Slovenia (cfr. figura 2).

### 3.2 ANDAMENTI DELL'INFLAZIONE

In tutti gli NSM tranne la Romania l'inflazione è scesa su valori a una cifra al momento dell'adesione all'UE (cfr. figura 3), pur mantenendosi relativamente elevata in alcuni paesi (ad esempio Ungheria, Slovacchia e Slovenia). Tale risultato è stato favorito dall'introduzione di miglioramenti sul piano istituzionale, compresa l'indipendenza della banca centrale, e dall'adozione di politiche macroeconomiche maggiormente orientate alla stabilità. La generale moderazione della crescita dei prezzi dei beni alimentari e dei prodotti energetici nel periodo 2003-04 ha concorso in misura rilevante a mantenere l'inflazione sui livelli più bassi raggiunti da gran parte degli NSM, dato il peso relativamente elevato (mediamente il 43 per cento circa) di queste due componenti nel paniere dei consumi di tali economie. In molti casi anche il maggior grado di liberalizzazione dei mercati del lavoro e dei beni e servizi, la forte concorrenza (in particolare da parte dei paesi emergenti dell'Asia) e l'impatto complessivo della globalizzazione hanno fornito un contributo al contenimento dell'inflazione. In alcune economie con tassi di cambio flessibili – e in particolare nella Repubblica Ceca, in Romania e in Slovacchia – gli incrementi dei prezzi sono stati in parte moderati anche dall'apprezzamento della valuta. Allo stesso tempo, in numerosi NSM la graduale liberalizzazione dei prezzi amministrati e le modifiche delle imposte indirette attuate dopo l'adesione all'UE hanno favorito una crescita dell'inflazione (e della volatilità della stessa). Nel periodo 2005-06, l'inflazione annuale misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è rimasta generalmente contenuta nella maggioranza di questi

**Figura 3** Indice armonizzato dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali annue)



Fonte: Eurostat.

Nota: gli NSM sono elencati in ordine decrescente rispetto al tasso di inflazione medio nel periodo 2004-08.

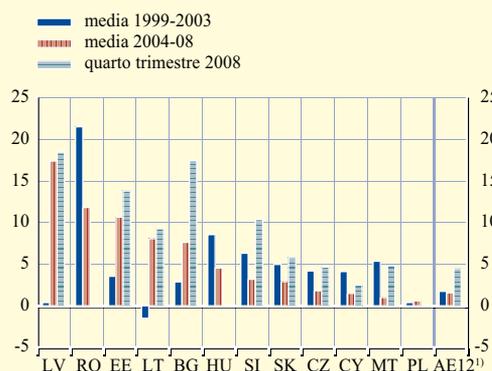
1) L'aggregato dell'area dell'euro comprende i 12 Stati membri dell'UE che hanno adottato la moneta unica prima del 2004.

paesi. Verso la fine del 2006 la crescita robusta del PIL e, in alcuni casi, l'insufficiente rigore delle politiche di bilancio sono stati tuttavia accompagnati da crescenti segnali di un arresto del processo di contenimento dell'inflazione in diversi NSM.

A metà 2007 gran parte degli NSM evidenziava di fatto significative pressioni inflazionistiche, che in alcuni casi (ad esempio paesi Baltici e Bulgaria) hanno portato l'inflazione su valori a due cifre. Tale andamento va ricondotto a determinanti sia interne sia esterne. Tra le prime figurano la vivace domanda interna (sorretta dalla robusta crescita del reddito disponibile), i cospicui afflussi di capitali per investimenti diretti esteri e, importante, fattori monetari quali i bassi tassi di interesse reali e la vigorosa espansione del credito. Inoltre, il rapido emergere di condizioni più tese sul mercato del lavoro, accentuato dal deflusso di manodopera verso altri paesi dell'UE, ha concorso a far salire velocemente i salari (spesso a ritmi significativamente superiori alla crescita della produttività del lavoro) e ciò ha provocato un sostanziale incremento del costo del lavoro per unità di prodotto, soprattutto nelle economie in più forte espansione (cfr. figura 4). In tali circostanze in numerosi paesi

**Figura 4 Costo del lavoro per unità di prodotto**

(variazioni percentuali annue)



Fonte: Eurostat.

Nota: gli NSM sono elencati in ordine decrescente rispetto alla crescita media del costo del lavoro per unità di prodotto nel periodo 2004-08. Per Ungheria, Polonia e Romania non sono disponibili dati trimestrali.

1) L'aggregato dell'area dell'euro comprende i 12 Stati membri dell'UE che hanno adottato la moneta unica prima del 2004.

– e in particolare nei paesi baltici, in Bulgaria e Romania – si sono evidenziati vincoli di capacità produttiva e segnali di surriscaldamento. Per quanto concerne le determinanti esterne, un ruolo importante è stato svolto dal rapido aumento dei prezzi dei beni energetici e alimentari a partire dalla metà del 2007. L'inflazione misurata dallo IAPC ha seguito nell'insieme una tendenza generalmente ascendente fino alla metà del 2008. Nel periodo successivo la brusca caduta dei corsi delle materie prime, il deterioramento delle prospettive per l'economia mondiale e il significativo ridimensionamento del prodotto in molti NSM ne hanno favorito un calo. Agli inizi del 2009, in tutti gli NSM tranne Cipro, l'inflazione si collocava ancora su livelli superiori – in alcuni casi anche di molto – alla media dell'area dell'euro.

Per comprendere appieno l'andamento dell'inflazione negli NSM rispetto a quello dell'area dell'euro è importante considerare anche le differenze nel livello dei prezzi. La crescente integrazione dei mercati nell'area dell'euro e il processo di catching up dei redditi reali dovrebbero in generale far convergere i prezzi di una gamma relativamente ampia di prodotti con ca-

ratteristiche identiche, attraverso l'arbitraggio sui mercati dei beni e il graduale restringimento del divario di produttività. Questo processo può determinare differenziali di inflazione persistenti tra gli NSM e l'area dell'euro, e deve essere preso in considerazione al momento di stabilire sia le politiche monetarie e di cambio in grado di favorire la convergenza sia la data più opportuna per l'adozione della moneta unica. Le statistiche, benché soggette ad alcuni limiti, mostrano disparità di prezzo generalmente piuttosto consistenti tra gli NSM e l'area dell'euro. Lo scarto varia notevolmente da un paese all'altro: in rapporto alla media dell'area, nel 2007 il livello dei prezzi in tali economie era compreso tra l'86 per cento di Cipro e il 45 per cento della Bulgaria (cfr. figura 2). Esso è tanto più ampio quanto maggiore è il divario in termini di reddito pro capite misurato sul PIL. La figura 2 mostra inoltre che nel 2007 la convergenza dei prezzi era superiore a quella dei redditi pro capite in tutti gli NSM, con la rilevante eccezione della Repubblica Ceca e – in misura minore – della Slovenia.

Sembra nell'insieme che un ulteriore aumento del grado di convergenza reale con l'area dell'euro farà salire sensibilmente il livello dei prezzi negli NSM, determinando un significativo apprezzamento del tasso di cambio reale delle monete locali nei confronti dell'euro e ponendo le autorità nazionali di fronte all'importante scelta di politiche monetarie che assicurino un giusto equilibrio tra apprezzamento del cambio nominale e differenziali di inflazione positivi rispetto all'area dell'euro. Tale equilibrio può variare nel tempo, a seconda delle caratteristiche specifiche di ciascuna economia durante i preparativi per l'adozione della moneta unica. Tuttavia, nell'insieme e in linea con il Trattato, il mantenimento della stabilità dei prezzi deve costituire il punto focale attorno al quale definire le strategie monetarie. Ancorando le aspettative di inflazione, la stabilità dei prezzi favorisce la convergenza sostenibile dei salari nominali e di conseguenza preserva la competitività a medio termine e limita i rischi di un'eccessiva volatilità del prodotto e dei prezzi delle attività.

**Tavola 1 Andamento del mercato del lavoro**

(in percentuale)

	Tasso di disoccupazione			Tasso di occupazione <sup>1)</sup>			Tasso di partecipazione <sup>2)</sup>		
	1999	2004	2008	1999	2004	2008	1999	2004	2008
Bulgaria	13,3 <sup>4)</sup>	9,8	4,8	50,4 <sup>4)</sup>	54,2	63,8	60,7 <sup>4)</sup>	61,8	67,8
Repubblica Ceca	6,2	6,4	3,7	65,6	64,2	66,5	72,0	70,0	69,6
Estonia	9,3	7,5	3,6	61,8	63,0	69,9	70,0	70,0	73,5
Cipro	5,1 <sup>4)</sup>	4,8	3,9	63,7	69,1	70,8	63,7	72,6	73,6
Lettonia	11,2	8,4	5,4	58,6	62,3	69,4	68,4	69,7	74,5
Lituania	11,5	9,5	3,9	61,4	61,2	64,5	72,2	69,1	68,0
Ungheria	5,1	4,8	6,3	55,6	56,8	56,6	59,8	60,5	61,4
Malta	6,4	7,2	6,0	54,5 <sup>4)</sup>	54,0	55,3	58,2 <sup>4)</sup>	58,2	58,8
Polonia	9,2	14,2	5,5	57,5	51,7	59,0	65,8	64,0	63,7
Romania	4,7	5,7	4,2	63,2	57,7	59,3	68,4	63,0	63,2
Slovenia	7,6	6,5	4,5	62,2	65,3	68,5	67,3	69,8	71,7
Slovacchia	16,4	18,3	9,8	58,1	57,0	62,0	69,5	69,7	68,8
AE-12 <sup>3)</sup>	10,4	9,2	7,4	60,2	62,9	66,2	67,1	69,2	71,5

Fonte: Eurostat.

1) Il tasso di occupazione è definito come percentuale degli occupati sul totale della forza lavoro (la popolazione in età lavorativa occupata o in cerca di un'occupazione).

2) Il tasso di partecipazione è definito come il rapporto tra la somma di occupati e disoccupati e il totale della popolazione in età lavorativa.

3) L'aggregato dell'area dell'euro comprende i 12 Stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro prima del 2004.

4) Si riferisce al 2000.

### 3.3 ANDAMENTI DEL MERCATO DEL LAVORO

In gran parte degli NSM, la robusta crescita negli anni precedenti e successivi all'ingresso nell'UE ha concorso a far salire notevolmente la domanda di lavoro. Dal 2004 la disoccupazione è quindi calata sensibilmente, registrando una flessione significativa anche tra i giovani, e nel 2008 si collocava ovunque (tranne che in Slovacchia) su livelli inferiori a quelli dell'area dell'euro (cfr. tavola 1). Il calo ha riflesso principalmente la forte crescita dell'occupazione. Dal 2004 il tasso di occupazione è aumentato in tutti gli NSM tranne l'Ungheria (dove negli ultimi anni ha ristagnato), ma nel 2008 restava nella generalità dei casi (a eccezione di Repubblica Ceca, Estonia, Cipro, Lettonia e Slovenia) inferiore rispetto all'area dell'euro.

Il tasso di partecipazione al mercato del lavoro ha mostrato andamenti più eterogenei tra paesi. Dal 2004 è aumentato nella maggioranza degli NSM, mentre è lievemente calato nella Repubblica Ceca, in Lituania, in Polonia e in Slovacchia. Nel 2008 era superiore al livello dell'area dell'euro in Estonia, Cipro, Lettonia e Slovenia, mentre si manteneva notevolmente inferiore in paesi quali Ungheria, Malta, Polonia e Romania.

Oltre al tasso di partecipazione relativamente basso di alcuni paesi, l'elevata incidenza della disoccupazione di lungo periodo e le notevoli disparità regionali nei tassi di disoccupazione segnalano il persistere di rigidità strutturali e disequilibri sul mercato del lavoro in una serie di NSM.

Come conseguenza dei molti anni di crescita robusta, numerosi NSM hanno registrato forti carenze di manodopera. Esse sono state particolarmente significative in alcuni settori, come quello delle costruzioni, dove la domanda si è impennata. La scarsità di offerta di lavoro a livello settoriale è stata esacerbata dai consistenti deflussi di manodopera in una serie di paesi<sup>3)</sup>: dati Eurostat<sup>4)</sup> segnalano flussi netti in uscita significativi in percentuale della popolazione totale soprattutto in Bulgaria e Romania e – in misura inferiore – in Lettonia, Lituania e Polonia. Risulta interessante rilevare come i deflussi

3) Cfr. Heinz, F., e Ward-Warmedinger, M. (2006), *Cross-border labour mobility within an enlarged EU*, Occasional Paper della BCE, n. 52.

4) La misurazione dei flussi transfrontalieri di manodopera è connotata da un grado elevato di incertezza e i dati disponibili possono quindi fornire un'indicazione solo approssimativa degli effettivi movimenti di lavoratori. La comparabilità delle statistiche tra paesi è inoltre complicata dal fatto che non esiste una definizione comune del concetto di migrazione.

netti siano stati notevolmente più cospicui nei cinque anni precedenti il 2004 che nel periodo successivo. Inoltre, dal 2004 alcuni NSM hanno di fatto evidenziato afflussi netti di manodopera. Flussi migratori netti positivi sono stati registrati in misura considerevole a Cipro e in grado molto inferiore nella Repubblica Ceca, a Malta, in Ungheria, in Slovenia e in Slovacchia tra il 2004 e il 2007. Ciò indica che l'adesione all'UE ha accresciuto l'attrattiva degli NSM quali sedi di lavoro.

Negli anni di espansione economica, gli afflussi di manodopera (verso alcuni NSM e una serie di vecchi Stati membri) hanno concorso ad attenuare i disequilibri sul mercato del lavoro e le spinte salariali. Allo stesso tempo, in diversi NSM, i deflussi hanno fatto emergere carenze di manodopera in vari settori e pressioni sia salariali sia inflazionistiche. L'emigrazione ha tuttavia esercitato anche effetti positivi. Ad esempio, in alcuni paesi (e in particolare in Romania) le rimesse dei lavoratori hanno costituito una fonte significativa di finanziamento. Nel lungo periodo il saldo tra effetti positivi e negativi per i paesi con deflussi netti di manodopera dipende soprattutto dalla natura precipuamente temporanea o permanente degli stessi. Gli emigrati che rientrano in patria possono favorire la crescita economica portando con sé capitali, competenze e idee nuove acquisite all'estero. Ciò può com-

pensare le perdite iniziali di capitale umano determinate dall'emigrazione di parte delle forze di lavoro giovani.

In alcuni paesi i flussi di manodopera dagli NSM verso gli altri Stati membri dell'UE sono ancora soggetti a restrizioni e questo contrasta con uno dei principi fondamentali dell'UE, la libera circolazione dei lavoratori. Tali restrizioni possono rendere meno efficiente l'utilizzo delle risorse umane in presenza di cambiamenti demografici e della globalizzazione, ostacolando il funzionamento di un importante meccanismo di aggiustamento all'interno dell'area dell'euro.

### 3.4 FINANZE PUBBLICHE

La situazione delle finanze pubbliche nel 2004 e gli andamenti di bilancio successivi presentano notevoli differenze tra un paese e l'altro. Nel 2004 il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche era in equilibrio o in avanzo soltanto in Bulgaria ed Estonia. In tutti gli altri NSM registrava un disavanzo (cfr. tavola 2), che nel caso di Repubblica Ceca, Cipro, Ungheria, Malta e Polonia era pari o superiore al valore di riferimento del 3 per cento del PIL. Il disavanzo è stato massimo in Ungheria (6,4 per cento), dove è poi salito ulteriormente fino a raggiungere il 9,3 per cento nel 2006. Nel 2007 il saldo risultava ovunque migliore che nel 2004, di riflesso

**Tavola 2 La posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche**

(in percentuale del PIL)

	Saldo di bilancio				Debito lordo		
	media 1999-2003	2004	2006	2008	media 1999-2003	2004	2008
Bulgaria	-0,2	1,6	3,0	3,2	64,1	37,9	13,8
Repubblica Ceca	-5,3	-3,0	-2,7	-1,2	23,7	30,4	27,9
Estonia	-0,4	1,7	2,9	-2,0	5,4	5,0	4,3
Cipro	-4,0	-4,1	-1,2	1,0	62,3	70,2	48,1
Lettonia	-2,5	-1,0	-0,2	-3,5	13,4	14,9	16,0
Lituania	-2,6	-1,5	-0,4	-2,9	22,6	19,4	17,1
Ungheria	-5,7	-6,4	-9,3	-3,3	55,9	59,4	71,9
Malta	-7,1	-4,7	-2,3	-3,5	60,9	72,1	63,3
Polonia	-4,3	-5,7	-3,8	-2,5	40,7	45,7	45,5
Romania	-3,2	-1,2	-2,2	-5,2	23,9	18,7	15,2
Slovenia	-3,0	-2,2	-1,2	-0,9	26,8	27,2	22,1
Slovacchia	-7,4	-2,3	-3,5	-2,2	46,6	41,4	28,6
AE-12 <sup>1)</sup>	-1,9	-2,9	-1,3	-1,7	68,5	69,5	68,7

Fonte: Commissione europea, *Interim Forecast*, gennaio 2009.

1) L'aggregato dell'area dell'euro comprende i 12 Stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro prima del 2004.

non soltanto agli sforzi di risanamento ma anche al contesto economico favorevole<sup>5)</sup>. Il rapido deterioramento economico del 2008 ha tuttavia mostrato che alcuni paesi non avevano adeguatamente sfruttato la congiuntura favorevole per generare sufficienti avanzi di bilancio e avevano dovuto affrontare il deterioramento delle condizioni senza un margine di intervento in materia fiscale. In alcuni paesi il saldo è peggiorato sensibilmente nel 2008, per lo scarso rigore delle politiche e l'impatto del ciclo economico.

Il debito lordo delle amministrazioni pubbliche ha continuato a evidenziare consistenti differenze tra paesi anche dopo il 2004. In tale anno era pari o superiore al valore di riferimento del 60 per cento del PIL a Cipro, in Ungheria e a Malta, mentre risultava basso e inferiore al 20 per cento nei paesi baltici e in Romania. Nell'ultimo quinquennio è diminuito in gran parte degli NSM, principalmente a causa della robusta espansione economica. Fanno eccezione l'Ungheria e la Lettonia, dove è invece aumentato (in punti percentuali, rispettivamente di 12,5 e circa 1). Nel 2007 il debito totale delle amministrazioni pubbliche di Repubblica Ceca, Lettonia, Ungheria e Romania comprendeva una quota relativamente elevata di strumenti a breve (vale a dire con scadenza inferiore o pari a un anno) ed era quindi più esposto al calo degli afflussi di capitali. Allo stesso tempo, quello di alcuni paesi presentava una componente relativamente ampia denominata in valuta (per lo più euro) e risultava quindi vulnerabile di fronte a possibili svalutazioni della moneta nazionale<sup>6)</sup>.

In un contesto economico contraddistinto dalla vivace dinamica dei processi di convergenza, le politiche fiscali devono essere in particolare volte a favorire una crescita sostenibile e contenere le spinte inflazionistiche. Sullo sfondo di bassi livelli di stock di capitali pubblici e dell'elevato fabbisogno di investimenti in settori quali le infrastrutture e l'istruzione, molti paesi hanno cercato di riorientare la spesa pubblica verso settori in grado di migliorare la produttività, accrescendo l'incidenza degli investimenti fissi sul PIL. A ciò hanno concorso gli ingenti fondi comunitari erogati nel contesto della po-

litica di coesione dell'UE, con stanziamenti che nel 2007 e 2008 sono stati mediamente superiori al 2 per cento del PIL di questi paesi<sup>7)</sup>.

Nel contempo diversi NSM si sono adoperati per rafforzare la crescita potenziale attuando riforme dei sistemi tributari e assistenziali che hanno comportato una riduzione del cuneo fiscale sull'occupazione, per rafforzare gli incentivi al lavoro riducendo di conseguenza l'occupazione nell'economia sommersa e aumentando l'offerta di manodopera. Alcuni paesi hanno semplificato i rispettivi regimi fiscali, spesso introducendo imposte ad aliquota unica (flat rate) e ampliando la base imponibile<sup>8)</sup>. Certi hanno riformato i sistemi di sicurezza sociale, soprattutto in ambito sanitario e delle pensioni di vecchiaia. Alla fine del 2008 gran parte degli NSM (vale a dire Bulgaria, paesi baltici, Ungheria, Polonia, Romania e Slovacchia) aveva un pilastro pensionistico obbligatorio a capitalizzazione. Ciò nonostante, sullo sfondo dell'invecchiamento demografico, per gli anni a venire si prevede un aumento della spesa pubblica totale collegata agli anziani nella maggioranza degli NSM, che mette a repentaglio la sostenibilità degli attuali regimi pensionistici<sup>9)</sup>.

Nell'insieme, in presenza di una forte espansione del PIL in termini reali e di un aumento dell'inflazione in molti paesi, appare ormai evidente che le politiche fiscali sono state spesso non abbastanza rigorose per poter contenere gli squilibri

- 5) Alla fine del 2008 l'Ungheria era l'unico paese soggetto a una decisione del Consiglio UE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. Le procedure per disavanzo eccessivo degli altri NSM erano state abrogate (per Cipro e Malta nel 2007 e per la Repubblica Ceca, la Polonia e la Slovacchia a metà 2008).
- 6) Cfr. il Rapporto sulla convergenza della BCE del maggio 2008.
- 7) Esclusi Cipro e Malta. Gli stanziamenti di fondi dell'UE non corrispondono ai pagamenti effettivi e tendono ad aumentare verso la fine del periodo di programmazione per i problemi di "rodaggio" agli inizi del periodo. Per ulteriori dettagli, cfr. ad esempio Kamps, C., Leiner-Killinger, N. e Martin, R. (2009) *The cyclical impact of EU cohesion policy on fast growing EU countries*, Intereconomics, vol.1.
- 8) Cfr. il riquadro *Flat taxes nell'Europa centrale e orientale* nel numero di settembre 2007 di questo Bollettino.
- 9) Comitato di politica economica e Commissione europea (2006), *"The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 Member States on pensions, health care, long-term care, education and unemployment transfers (2004-2050)"*.

macroeconomici emergenti. In numerosi casi le retribuzioni del settore pubblico sono aumentate molto di più della produttività. Inoltre, il comportamento della spesa pubblica in corso d'anno segnala debolezze nella disciplina di bilancio. Le entrate straordinarie o le risorse risparmiate in altre aree sono di norma spese a fine anno: ciò determina una tendenza a spendere in modo prociclico e il rischio di un'allocazione non efficiente di fondi pubblici scarsi. Analogamente, anche l'accumulo di fondi di riserva utilizzabili senza un'ulteriore approvazione parlamentare presenta il rischio di politiche fiscali procicliche.

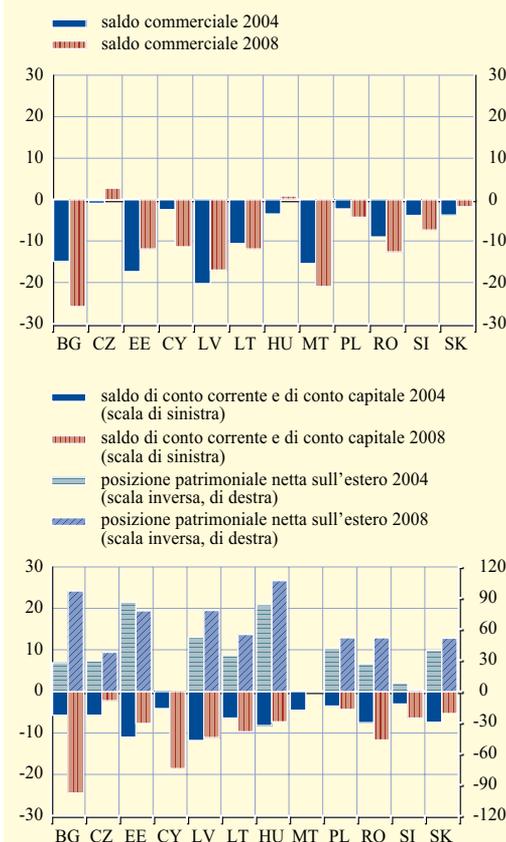
Alla fine del 2008 Ungheria e Lettonia hanno ricevuto un sostegno economico, tra l'altro, dall'FMI e dall'UE per fronteggiare le crescenti difficoltà di finanziamento esterno. Nel marzo di quest'anno anche la Romania ha annunciato la necessità di assistenza finanziaria internazionale ed entro la fine dello stesso mese ha raggiunto con l'FMI un accordo a livello di esperti come parte del pacchetto coordinato di sostegno cui partecipano l'UE e altre istituzioni finanziarie multilaterali. A tali sviluppi hanno concorso politiche fiscali che gli investitori non hanno ritenuto in grado di contenere gli squilibri macroeconomici e finanziari (Lettonia e Romania) o di garantire la sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche (Ungheria).

### 3.5 ANDAMENTI DELL'INTERSCAMBIO E INTEGRAZIONE

Dal 2004 l'interscambio degli NSM si è notevolmente intensificato e la quota di gran parte di queste economie sul totale delle esportazioni mondiali è cresciuta in misura significativa. Tuttavia, nonostante quest'ultimo andamento, il vigore della domanda interna negli ultimi cinque anni ha favorito l'accumulo di cospicui disavanzi commerciali, specialmente nei paesi con regimi di cambio fissi (cfr. figura 5). La crisi finanziaria e la contrazione della crescita hanno nel frattempo determinato una parziale inversione della dinamica delle importazioni e questo ha contribuito a ridurre il disavanzo commerciale di molti NSM (e in particolare dei paesi baltici) nel corso del 2008.

**Figura 5 Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero**

(in percentuale del PIL)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni BCE.  
Nota: per Malta non sono disponibili dati sul saldo di conto corrente del 2008. I dati sulla posizione patrimoniale netta sull'estero si riferiscono a settembre 2008 in tutti i paesi tranne Cipro e Malta, per i quali non sono disponibili.

La struttura per prodotto delle esportazioni mostra che, nonostante un certo grado di eterogeneità, nella stragrande maggioranza dei casi la quota dei beni è rimasta notevolmente superiore a quella dei servizi. Alcune economie (ad esempio Repubblica Ceca, Lituania e Slovacchia) hanno visto crescere ulteriormente l'incidenza dei beni, mentre altre hanno registrato un'espansione maggiore nei servizi. Quest'ultimo andamento è apparso visibile in Romania e – in misura superiore – a Malta, dove nel 2008 le esportazioni di servizi hanno superato quelle di beni.

Anche i modelli di specializzazione commerciale sono variati negli ultimi cinque anni, eviden-

ziando profili diversi nei vari paesi. La specializzazione misurata dall'indice Herfindahl <sup>10)</sup> è diminuita lievemente in tutti gli NSM a eccezione di Bulgaria e Lituania. La Slovenia si distingue per un'alta concentrazione delle esportazioni in un numero ridotto di settori, che si è tuttavia ampliato negli ultimi anni. Altri paesi con livelli di specializzazione relativamente elevati sono Cipro, Lituania e Slovacchia.

Il profilo geografico dell'interscambio mostra che negli ultimi cinque anni la composizione delle esportazioni degli NSM si è spostata maggiormente verso mercati diversi dall'area dell'euro <sup>11)</sup>, sia interni sia esterni all'UE. In particolare, in gran parte di questi paesi è aumentata la quota verso gli altri NSM e in molti casi è stato registrato anche un considerevole aumento dell'incidenza verso i paesi non appartenenti all'Unione. Nonostante questa tendenza, nella stragrande maggioranza dei casi l'UE resta predominante rispetto alle altre destinazioni (cfr. figura 6).

Per quanto concerne le caratteristiche dei legami commerciali, diversi NSM (e in particolare Lettonia e Romania) hanno visto crescere il ruo-

lo dell'interscambio intrasettoriale dopo l'adesione all'UE (cfr. figura 6). Il commercio di beni all'interno del medesimo settore sembra particolarmente intenso nella Repubblica Ceca, in Ungheria, a Malta e in Polonia e relativamente ridotto nel caso di Cipro. Se si eccettua la Slovenia, esso riveste un'importanza particolare nelle relazioni commerciali con gli altri Stati membri dell'UE, mentre gli scambi con l'esterno dell'Unione sono invece di natura maggiormente intersettoriale. All'interno dell'Unione, il commercio intrasettoriale è addirittura più rilevante tra i 12 NSM che tra questi e l'area dell'euro.

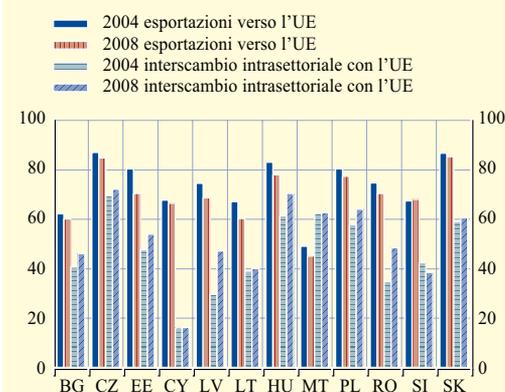
### 3.6 ANDAMENTI DEL SETTORE FINANZIARIO E INTEGRAZIONE

Il processo di integrazione europea ha notevolmente agevolato il passaggio di fondi tra l'area dell'euro e gli NSM. Di fatto, gli ingenti capitali privati affluiti nella regione hanno contribuito in misura fondamentale alla convergenza degli NSM verso un tenore di vita più elevato. Questi paesi, tutti contraddistinti da disavanzi correnti, presentano tuttavia differenze notevoli in termini di struttura del finanziamento e incidenza delle fonti di finanziamento esterno.

Per quanto concerne la struttura del finanziamento, il disavanzo corrente è stato finanziato soprattutto tramite gli afflussi per investimenti diretti esteri nella Repubblica Ceca, in Polonia e in Slovacchia e attraverso il ricorso massiccio al debito (per lo più prestiti da parte delle capogruppo bancarie) in altri paesi e in particolare nei paesi baltici. Ciò ha trovato a sua volta riflesso nella forte crescita dei livelli di indebitamento di queste economie. In tutti gli NSM il settore bancario ha tuttavia svolto un ruolo fondamentale nell'intermediazione degli afflussi di capitali, accelerando il processo di sviluppo finanziario. Ad esempio, tra il 2001 e il 2007 la quota di attività di filiali e controllate di

**Figura 6 Andamento dell'interscambio e integrazione**

(in percentuale) <sup>1)</sup>



Fonti: Eurostat ed elaborazioni BCE.  
Nota: L'interscambio intrasettoriale è basato sull'indice di Grubel-Lloyd per dati SITC 3.  
1) Esportazioni verso l'UE in percentuale delle esportazioni totali; interscambio intrasettoriale con l'UE in percentuale dell'interscambio totale con l'UE.

10) L'indice Herfindahl è una misura di concentrazione calcolata per ciascun paese e ciascun anno come somma del quadrato delle quote di esportazione di tutti i settori industriali del paese sulla base di dati SITC 3.

11) L'aggregato dell'area dell'euro riguarda i 12 Stati membri dell'UE che hanno adottato la moneta unica prima del 2004.

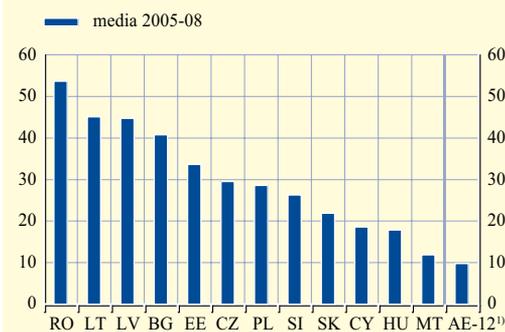
istituzioni creditizie appartenenti a Stati membri dell'UE sul totale delle attività bancarie negli NSM è mediamente passata dal 40 al 78 per cento, arrivando a superare il 90 per cento nella Repubblica Ceca, in Estonia e in Slovacchia.

Dall'adesione all'UE, l'ampio ricorso al finanziamento esterno ha spesso comportato un significativo deterioramento della posizione patrimoniale netta sull'estero. Nel settembre 2008, il saldo netto della posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) era negativo e superiore al 50 per cento del PIL (100 per cento in Ungheria) in molti paesi, mentre risultava sostanzialmente in equilibrio soltanto in Slovenia (cfr. figura 5). La disponibilità di fondi esteri ha alimentato l'espansione del credito in tutte le economie della regione, contribuendo in alcuni casi a creare bolle dei corsi azionari o dei prezzi delle abitazioni. La crescita annua del credito al settore privato è stata mediamente superiore al 30 per cento, pur con differenze significative tra paesi (cfr. figura 7)<sup>12)</sup>. Allo stesso tempo, l'aumento della quota dei prestiti in valuta è diventata una caratteristica importante del credito bancario negli NSM, oscillando tra un valore superiore all'80 per cento del totale dei prestiti in Estonia e uno inferiore al 10 per cento nella Repubblica Ceca<sup>13)</sup>. Il forte ricorso all'indebitamento in valuta privo di copertura (*un-hedged*) presenta dei rischi per la stabilità finanziaria dei paesi interessati, poiché un forte deprezzamento del cambio avrebbe un effetto negativo sui bilanci di imprese e famiglie, riducendone la capacità di onorare il debito e aumentando la probabilità di mancato rimborso del capitale.

In molti NSM i disavanzi correnti costituiscono una componente ordinaria del processo di convergenza, nella misura in cui rispecchiano opportunità di investimento favorevoli e un livellamento intertemporale dei consumi (cfr. figura 5). Tuttavia, alcuni disavanzi persistenti e molto ampi di conto corrente e conto capitale sono altresì riconducibili al vigore della domanda interna e a condizioni di finanziamento favorevoli a livello mondiale. L'inizio della turbolenza finanziaria internazionale nel 2008 e il suo propagarsi all'economia reale hanno determinato sia

**Figura 7 Il credito al settore privato negli NSM**

(variazioni percentuali annue; medie annue di dati mensili)



Fonte: BCE.

Nota: per il 2004 i dati sono disponibili soltanto per Repubblica Ceca, Lettonia e Ungheria; per il 2005 non includono Slovacchia, Cipro e Malta; per il 2006 non includono la Slovacchia.

1) L'aggregato dell'area dell'euro comprende i 12 Stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro prima del 2004.

un rallentamento significativo della crescita della domanda interna sia una maggiore riluttanza degli investitori internazionali a fornire capitali, contribuendo pertanto alla riduzione dei disavanzi in alcuni NSM. Ciò nonostante, in qualche paese le difficoltà di finanziamento degli ampi squilibri esistenti hanno dato origine ad acute crisi di bilancia dei pagamenti, portando, nel caso di Ungheria, Lettonia e Romania, ai citati programmi di sostegno dell'FMI e dell'UE.

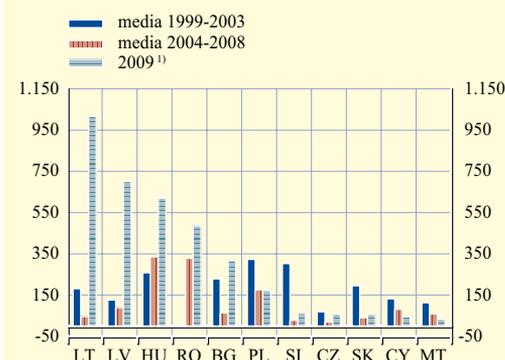
Con riferimento ai mercati obbligazionari, in alcuni NSM anche i titoli di Stato hanno registrato una notevole espansione dalla fine degli anni novanta, favorita dal fabbisogno di finanziamento del settore pubblico e dall'impegno dei rispettivi governi a introdurre le componenti essen-

12) La rapida espansione del credito è strettamente collegata al livello iniziale di finanziarizzazione degli NSM. Nella maggior parte di questi lo stock di credito resta basso rispetto ai livelli di reddito e ai valori raggiungibili se il reddito pro capite continuasse a convergere verso i livelli dell'area dell'euro.

13) I differenziali di tasso di interesse tra la valuta locale e quella estera sono un fattore determinante nella scelta tra indebitarsi in moneta locale oppure in valuta. Inoltre, la credibilità del regime di cambio sottostante e le aspettative riguardo ai movimenti valutari e ai differenziali di inflazione svolgono un ruolo importante in aggiunta alle caratteristiche nazionali. Cfr. Rosenberg, C. e Tirpák, M. (2008), *Determinants of foreign currency borrowing in the new Member States of the EU*, Working Paper dell'FMI, n.173.

**Figura 8 Differenziali di rendimento dei titoli di Stato a lungo termine rispetto all'area dell'euro**

(punti base; medie annue di dati mensili)



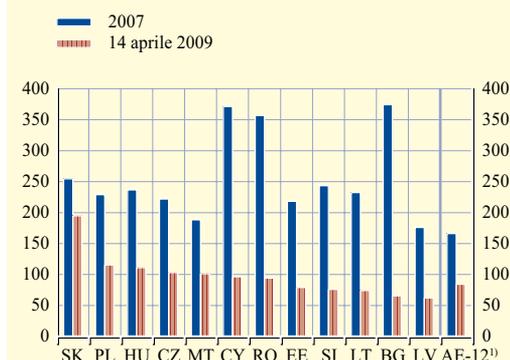
Fonte: BCE.

Nota: gli NSM sono elencati in ordine decrescente rispetto al differenziale medio nel 2009.

1) Media fino a marzo 2009.

**Figura 9 Indici di borsa**

(indici in base 100 al 30 aprile 2004; dati di fine periodo)



Fonti: Bloomberg, Thomson Reuters ed elaborazioni BCE.

Nota: gli NSM sono elencati in ordine decrescente rispetto all'andamento degli indici di borsa tra il 30 aprile 2004 e il 14 aprile 2009.

1) L'aggregato dell'area dell'euro è rappresentato dall'indice Dow Jones Euro Stoxx.

ziali per lo sviluppo dei mercati obbligazionari locali. Benché l'incidenza dei titoli di Stato in circolazione sul PIL di questi paesi sia più che raddoppiata tra il 2000 e il 2007, gran parte dei mercati obbligazionari degli NSM resta relativamente piccola e illiquida in confronto con l'area dell'euro.

Per quanto riguarda i tassi di interesse a lungo termine, nel periodo successivo all'adesione i rendimenti sulle obbligazioni di Stato hanno fluttuato intorno a un trend decrescente in gran parte degli NSM. Nel 2007 gli spread erano compresi tra i 15 punti base della Repubblica Ceca e gli oltre 300 di Romania e Ungheria. Dalla metà di tale anno i mercati obbligazionari hanno subito gli effetti negativi della crisi finanziaria mondiale: il generale aumento dell'avversione al rischio da parte degli investitori, come pure le ricomposizioni di portafoglio motivate dal tentativo di salvarsi con la fuga, hanno fortemente ridotto la domanda di titoli di Stato locali. Inoltre, il deterioramento delle condizioni macroeconomiche e le maggiori disparità tra paesi nel rischio di credito percepito hanno spinto gli spread dei titoli di Stato verso massimi storici, portando ad esempio le differenze tra NSM a oltre 900 punti base nel marzo di quest'anno (cfr. figura 8).

Parallelamente ai mercati obbligazionari, anche i mercati azionari hanno contribuito in misura notevole a sostenere la crescita economica degli NSM dopo l'adesione<sup>14)</sup>, fornendo liquidità alle società quotate e opportunità di rendimenti elevati agli investitori locali ed esteri. Le loro dimensioni sono tuttavia rimaste relativamente modeste in confronto con l'area dell'euro. Alla fine del 2008 la capitalizzazione di borsa era pari a circa il 20 per cento del PIL in Bulgaria, Repubblica Ceca, Polonia e Slovenia, superiore al 10 per cento in Ungheria e inferiore al 10 per cento negli altri paesi non appartenenti all'area. Percentuali molto più elevate si registrano a Cipro e Malta, di riflesso al maggior grado di sviluppo dei relativi mercati finanziari. In gran parte delle economie l'incidenza sul PIL è ben più bassa che nell'area dell'euro, dove a fine 2008 risultava pari a circa il 38 per cento.

L'adesione di questi paesi all'UE ha richiamato l'interesse di molti investitori su scala internazionale e ciò ha trovato riflesso nella crescita vigorosa di quasi tutti gli indici rispetto ai corsi azionari dell'area dell'euro (cfr. figura 9). A metà

14) Cfr. Iorgova, S. e Ong, L. (2008), *The capital markets of emerging Europe: institutions, instruments and investors*, Working Paper Series dell'FMI, n. 103.

2007 i valori di borsa di tutti gli NSM si collocavano su livelli storicamente elevati. Da allora hanno tuttavia registrato forti riduzioni, che si sono accentuate nel contesto dell'intensificarsi della crisi finanziaria nell'autunno 2008. A fine anno i mercati azionari degli NSM registravano una flessione media del 60 per cento (con una punta di quasi l'80 per cento in Bulgaria).

#### 4 SFIDE PER IL FUTURO

In prospettiva, è probabile che gli NSM siano chiamati ad affrontare tre sfide principali nei preparativi per l'adozione della moneta unica e per assicurare un'ordinata partecipazione all'area dell'euro una volta entrati a pieno titolo nell'UEM. Esse consistono nel: (1) garantire la stabilità macroeconomica, (2) assicurare il rigore delle politiche di bilancio, (3) compiere ulteriori progressi nell'attuazione di riforme strutturali.

##### 4.1 GARANTIRE LA STABILITÀ MACROECONOMICA

Negli ultimi anni il processo di convergenza reale ha registrato notevoli progressi in gran parte degli NSM, seppur con differenze significative tra paesi. In Ungheria ha segnato una battuta d'arresto, a causa dei consistenti squilibri fiscali accumulatisi nel tempo. Anche altrove gli eventi degli ultimi anni hanno mostrato che tale processo non è sempre stato ordinato. In questo senso diversi paesi hanno attraversato periodi di surriscaldamento economico, contraddistinti da cospicui scostamenti dalla stabilità dei prezzi e da ampi squilibri esterni, cui hanno fatto seguito periodi di ampia correzione del prodotto. Ciò si è accompagnato a sensibili oscillazioni dei prezzi delle attività. Una sfida fondamentale per tutte le economie della regione consiste pertanto nell'assicurare la prosecuzione del processo di convergenza reale in un contesto di stabilità dei prezzi interni e andamenti macroeconomici sostenibili.

Per quanto concerne la stabilità dei prezzi, l'esperienza dei primi anni di appartenenza all'UE mostra che – nei paesi con notevoli disparità di reddito rispetto all'area dell'euro – il contenimento

dell'inflazione interna è favorito più da regimi basati su obiettivi di inflazione espliciti (*inflation targeting*) che da regimi di cambio a parità fissa. Ciò non desta sorpresa, poiché il maggiore potenziale di crescita rispetto all'area dell'euro comporta un graduale apprezzamento delle valute degli NSM nei confronti della moneta unica. Tale apprezzamento in termini reali si concretizza necessariamente in differenziali di inflazione, apprezzamento del tasso di cambio nominale o una combinazione dei due. I paesi che hanno optato per regimi di cambio fissi sono quindi destinati a registrare tassi di inflazione superiori a quelli dei paesi che hanno consentito alla moneta di apprezzarsi. Essi corrono altresì il rischio che tassi di interesse relativamente bassi conducano a livelli eccessivi di indebitamento. Questo potrebbe a sua volta stimolare la domanda interna ed esacerbare le spinte inflazionistiche, provocando a medio termine un'erosione della competitività di costo e di prezzo e contribuendo alla formazione di ampi disavanzi esterni. Inoltre, tassi di interesse bassi comportano il rischio di andamenti insostenibili dei prezzi delle attività. I paesi che hanno optato per una strategia basata su obiettivi di inflazione espliciti trovano in linea di principio più semplice mantenere la stabilità dei prezzi, poiché restano autonomi rispetto ai tassi di interesse interni. Tuttavia, un'eccessiva volatilità del cambio nominale dovuta alle variazioni del clima di fiducia degli investitori e dei premi per il rischio ha occasionalmente costituito una sfida per la conduzione della politica monetaria in questi paesi.

Tutti gli NSM sono di fatto posti di fronte al problema cruciale di assorbire ordinatamente i cospicui flussi di capitali richiamati dal più elevato rendimento marginale degli investimenti fissi in tali economie. Gli effetti potenzialmente destabilizzanti degli afflussi di capitali dipendono in larga parte dalla struttura e dall'utilizzo del finanziamento esterno. Nella misura in cui sono utilizzati per intensificare la crescita potenziale del prodotto e la capacità di rimborso a lungo termine degli NSM, gli afflussi di capitali rafforzano i fondamentali dell'economia. In molti di questi paesi una porzione significativa di tali afflussi ha tuttavia assunto la forma di

operazioni transfrontaliere che, agevolate dal processo di finanziarizzazione, hanno fino ad epoca recente stimolato l'espansione del credito interno a fini di consumo o investimento speculativo nel settore delle costruzioni. In molti paesi la base di esportazione non è stata quindi rafforzata in misura significativa e il finanziamento esterno ha favorito l'aumento del debito estero in percentuale del PIL, rendendo tali economie più vulnerabili alle variazioni del clima di fiducia degli investitori. Inoltre, in gran parte degli NSM gli ingenti afflussi di capitali sono stati accompagnati da consistenti aumenti dei prezzi delle attività e in particolare delle abitazioni. Desti inoltre particolare preoccupazione la quota elevata e crescente di debito privo di copertura denominato in euro e altre valute estere, poiché acuisce la vulnerabilità del settore privato alle oscillazioni del cambio. La rapida espansione del credito al settore privato rispetto ai precedenti livelli relativamente bassi ha rispecchiato in parte il processo di convergenza in atto e i miglioramenti strutturali del settore bancario (in termini di privatizzazione e maggiore concorrenza), ma ha costituito una sfida per la stabilità macroeconomica e finanziaria nella fase di *catching up*.

L'esperienza degli NSM negli ultimi cinque anni suggerisce, in generale, che evitare una forte espansione temporanea della domanda alimentata dagli afflussi di capitali può rivelarsi difficile. Per conseguire una convergenza sostenibile, è importante che il finanziamento esterno non sia utilizzato principalmente per risorse volte a soddisfare la domanda interna, ma piuttosto per lo sviluppo di una base di esportazione a valore aggiunto sempre più elevato. Anche la conduzione di politiche monetarie e fiscali solide, l'adozione di riforme strutturali e i miglioramenti delle istituzioni e del contesto in cui operano le imprese appaiono essenziali per il conseguimento e il mantenimento della stabilità dei prezzi, oltre che per limitare i rischi di oscillazioni eccessive del prodotto. A questo proposito risulta altresì importante contenere i rischi per i bilanci nelle economie interessate, mantenendo basso il livello di esposizione alle variazioni dei prezzi delle attività e dei tassi di cambio.

#### 4.2 ASSICURARE IL RIGORE DELLE POLITICHE DI BILANCIO

Come mostrano gli andamenti economici recenti, i paesi le cui politiche di bilancio non sono ritenute solide hanno risentito particolarmente della crisi finanziaria. Nel caso dell'Ungheria, il persistere di disavanzi eccessivi dall'ingresso nell'UE nel 2004 ha minato la fiducia nelle sue politiche fiscali e acuito le difficoltà economiche del paese agli inizi del 2009. È quindi fondamentale che le politiche di bilancio degli NSM siano solidamente ancorate e che rispettino il Patto di stabilità e crescita evitando disavanzi eccessivi.

Le previsioni intermedie (*Interim Forecast*) della Commissione europea pubblicate in gennaio segnalano che nel 2009 il disavanzo di bilancio sarà pari o superiore al valore di riferimento del 3 per cento del PIL nei paesi baltici, in Ungheria, in Polonia e in Romania, e che raggiungerà livelli molto alti (portandosi, ad esempio, rispettivamente al 6,3 e 7,5 per cento in Lettonia e Romania). Il rapporto debito pubblico/PIL dovrebbe aumentare in gran parte degli NSM e soprattutto in Lettonia (di 14,4 punti percentuali). Nell'attuale situazione di allontanamento degli investitori dalle attività dei mercati emergenti, peggioramento delle prospettive di crescita e persistenti squilibri macroeconomici in diversi paesi, è essenziale attuare misure di risanamento per sostenere la fiducia nella solidità delle finanze pubbliche e dell'economia in generale. Ciò vale in particolare per i paesi in cui le vulnerabilità di bilancio sono aggravate dall'esistenza di squilibri esterni e nelle fasi di congiuntura favorevole non sono stati costituiti avanzi sufficientemente ampi. Le economie con forti disavanzi dovrebbero pertanto attuare interventi di riequilibrio appena possibile e garantire un margine di sicurezza sufficiente a evitare il superamento del limite del 3 per cento del PIL, come richiesto dal Patto di stabilità e crescita. Per ridurre efficacemente il grado di vulnerabilità di fronte a un calo degli afflussi di capitali, i governi esposti a rischi di rifinanziamento connessi alla quota elevata di strumenti denominati in valuta e/o a breve termine sul totale del debito dovrebbero

iniziare a correggere di conseguenza la struttura di quest'ultimo.

In generale, per evitare oscillazioni eccessive del prodotto, servono politiche fiscali che definiscano obiettivi di bilancio a medio termine ambiziosi e creino avanzi durante le fasi di congiuntura favorevole in modo da assicurare un margine di manovra sufficiente in quelle di congiuntura negativa. A questo proposito, occorre fare attenzione a non sovrastimare la solidità della posizione di bilancio strutturale nei periodi di rapida crescita<sup>15)</sup>. Inoltre, per contenere l'inflazione, le politiche fiscali dovrebbero perseguire un orientamento sufficientemente restrittivo. L'evidenza empirica indica che in queste economie gli interventi di risanamento basati sulla spesa sono generalmente più efficaci, poiché accrescono la credibilità delle riforme di bilancio<sup>16)</sup>. Risulta a questo proposito importante che la dinamica delle retribuzioni nel settore pubblico, la quale in alcuni paesi contribuisce in misura determinante agli andamenti complessivi dei salari, favorisca la competitività e il contenimento dell'inflazione. I governi farebbero altresì bene a rivedere i regimi pensionistici e di indicizzazione delle retribuzioni del settore pubblico, per fare in modo che non spingano la spesa pubblica verso l'alto nei periodi di peggioramento della crescita e della posizione di bilancio. Inoltre, il ricorso – fra l'altro – ai fondi dell'UE non deve esercitare un effetto prociclico nelle fasi di forte espansione.

Bisogna infine porre maggiormente l'accento sull'applicazione di regole di bilancio che assicurino andamenti sostenibili delle finanze pubbliche, prevedendo: l'allungamento dell'orizzonte temporale di programmazione; l'introduzione di limiti costituzionali all'indebitamento che, una volta raggiunti, inneschino una correzione di bilancio; il rispetto dei piani di spesa; la costruzione dei bilanci per obiettivi, prestazioni e risultati (*performance budgeting*). La crisi finanziaria mondiale presenta sfide sostanziali per le finanze pubbliche, ma offre anche l'opportunità di correggere il quadro di riferimento per la politica fiscale allo scopo di assicurare che – se si rendesse necessario – la situazione dei conti pubblici sia più sostenibile nei futuri casi

di rallentamento economico. Inoltre, per garantire la sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche, occorre proseguire con gli interventi di riforma dei sistemi previdenziali.

#### 4.3 ATTUARE RIFORME STRUTTURALI

Le politiche strutturali possono contribuire in misura significativa ad assicurare la competitività e una convergenza reale durevole nel medio periodo. Le rigidità presenti sui mercati del lavoro degli NSM hanno contribuito a rendere rapidamente più tese le condizioni su tali mercati, esacerbando i rischi di surriscaldamento e pressioni inflazionistiche nella fase di catching up. Nel medio periodo, la qualità dell'istruzione è fondamentale per lo sviluppo di un'economia orientata alla produzione di beni e servizi ad alto valore aggiunto. Analogamente, è meno probabile che si determinino strozzature per la crescita in un'economia con un grado elevato di liberalizzazione dei mercati dei beni e dei servizi e un contesto economico favorevole alla concorrenza e all'innovazione.

Quanto alle caratteristiche strutturali, gli NSM appaiono per diversi aspetti relativamente simili ai paesi appartenenti all'area dell'euro e possono essere generalmente considerati flessibili. In gran parte dei paesi, la contrattazione salariale è fortemente decentrata e si svolge a livello di impresa con un limitato intervento dei sindacati, caratteristiche generalmente considerate favorevoli alla flessibilità salariale.

Allo stesso tempo gli NSM sono posti di fronte a una serie di sfide strutturali. Benché la maggior parte riguardi questioni piuttosto specifiche dei singoli paesi, alcune sono di interesse generale. In particolare, livelli elevati di tassazione del lavoro e – come parziale conseguenza – un cuneo fiscale consistente costituiscono una ca-

15) Nelle economie in rapida espansione la solidità della posizione di bilancio misurata dal saldo strutturale può essere sovrastimata a causa di entrate inaspettate, che possono peraltro venire meno in caso di rallentamento.

16) Cfr. Afonso, A., Nickel, C. e Rother, P. (2006), *Fiscal consolidation in the Central and Eastern European Countries*, Review of World Economics, vol. 142, 2.



renza fondamentale del mercato del lavoro di molti NSM. Una riduzione del carico impositivo sul lavoro potrebbe aiutare gli NSM a ricorrere a risorse umane inutilizzate; la capacità di realizzarla è strettamente collegata all'efficienza delle finanze pubbliche. In generale, le politiche di bilancio dovrebbero essere volte a migliorare l'attività economica dal lato dell'offerta al fine di promuovere la competitività e una crescita sostenibile. Ciò richiede maggiore attenzione al miglioramento della qualità e dell'efficienza della spesa pubblica e dei sistemi fiscali e di sicurezza sociale in termini di rafforzamento della produttività. A questo riguardo è altresì indispensabile una revisione approfondita dell'utilizzo dei fondi dell'UE, per accrescerne l'efficienza. Più in particolare, una migliore reattività del sistema d'istruzione alle esigenze del mercato del lavoro e una maggiore enfasi su politiche attive per tale mercato potrebbero contribuire a correggere i disequilibri tra domanda e offerta di specializzazione negli NSM e sostenere di conseguenza la creazione di posti di lavoro e la crescita.

Oltre alle sfide sul piano fiscale e del mercato del lavoro, gli NSM devono affrontare anche una serie di questioni per migliorare l'efficacia e la flessibilità dei rispettivi mercati dei prodotti. In particolare, in diversi NSM l'intensità energetica della produzione industriale è piuttosto elevata. Un miglioramento dell'efficienza sotto questo profilo è importante sia per sostenere la crescita sia per far aumentare il grado di sicurezza energetica (un aspetto che sembra svolgere un ruolo sempre più rilevante). Gli NSM devono inoltre stimolare l'innovazione e le attività di ricerca e sviluppo (R&S), la cui spesa è generalmente molto inferiore alla media dell'area dell'euro, soprattutto per la minore partecipazione delle imprese. Questo fenomeno deriva in parte dal fatto che, nella maggioranza degli NSM, il settore delle esportazioni è dominato da multinazionali le cui attività di ricerca sono di norma svolte presso la sede centrale. Politiche volte a promuovere una maggiore partecipazione del settore privato alle attività di R&S aiuterebbero gli NSM ad accelerare la trasformazione delle proprie strutture produttive verso beni e servizi a più alto valore aggiunto.

## 5 CONCLUSIONI

A cinque anni dall'ingresso nell'UE, la maggior parte degli NSM ha raggiunto un livello sostanzialmente superiore di convergenza e un grado più elevato di integrazione con l'area dell'euro. Dopo l'adesione, la maggioranza di queste economie ha continuato a espandersi e ha registrato un aumento del tenore di vita della popolazione. La disoccupazione è scesa notevolmente, grazie a una crescita relativamente robusta del PIL in termini reali. L'allargamento dell'UE ha inoltre rafforzato i legami commerciali tra gli NSM e l'area dell'euro, soprattutto a livello intrasettoriale. Al sensibile aumento dell'interscambio con l'area dell'euro si è altresì accompagnata una maggiore presenza degli NSM sui mercati mondiali. Inoltre, i più stretti legami finanziari con l'area e la prosecuzione del processo di sviluppo e di rafforzamento dei mercati finanziari hanno contribuito in misura importante a finanziare la crescita e i disavanzi correnti in tali paesi.

Nonostante tali significativi risultati, l'esperienza degli ultimi cinque anni mostra altresì che i progressi sono stati eterogenei nei diversi paesi, rispecchiando in misura notevole decisioni importanti sul piano delle politiche monetarie, fiscali e strutturali. In effetti, il processo di convergenza non è privo di rischi. In particolare, dati i livelli inizialmente bassi dei redditi pro capite in molti NSM, l'assorbimento di afflussi di capitale cospicui e potenzialmente volatili nella fase di convergenza ha rappresentato una sfida. Di fatto, in diversi NSM la forte espansione degli ultimi anni è stata associata a un accumulo di ampi disavanzi esterni che in molti casi hanno riflesso il surriscaldamento della domanda interna. Inoltre, in diversi paesi il basso livello dei tassi di interesse interni reali e il significativo ricorso al finanziamento esterno hanno favorito l'espansione del credito, spesso accompagnato da una forte ascesa degli investimenti in edilizia residenziale e dei prezzi delle attività (soprattutto delle abitazioni). Il fatto che una quota elevata e crescente del debito fosse denominata in euro e altre valute estere ha reso queste economie vulnerabili alle oscillazioni dei cambi.

La crisi finanziaria mondiale e le rapide variazioni dell'atteggiamento degli investitori verso la regione hanno esposto gli NSM a un contesto sempre più difficile di aggiustamenti rapidi e potenzialmente disordinati. La precedente fase di congiuntura favorevole non è stata utilizzata per procedere nel risanamento dei conti pubblici e accumulare risorse di bilancio "di riserva", che avrebbero consentito di alleviare l'attuale aggiustamento del prodotto. Analogamente, nonostante la maggiore flessibilità sul mercato del lavoro, l'elevata crescita dei salari nominali ha spesso contribuito a erodere la competitività di prezzo e di costo in diversi paesi. Se queste tendenze non saranno corrette, il processo di convergenza rischia di subire un arretramento.

In prospettiva, tutti gli NSM dovrebbero adottare la moneta unica una volta conseguito un alto grado di convergenza sostenibile con l'area dell'euro. Questo è già avvenuto in quattro casi. Tuttavia, l'ingresso nell'area non costituisce, e non dovrebbe quindi essere considerato, un obiettivo finale. Per sfruttare appieno la partecipazione all'area dell'euro, e in particolare per

renderla ordinata, è essenziale che i paesi partecipanti presenti e futuri dispongano di strumenti adeguati. Essi sono noti e non si discostano molto da quelli comunque necessari per avere successo in un mondo sempre più globalizzato. L'adozione dell'euro accrescerà ulteriormente l'importanza di un attento monitoraggio dell'evoluzione degli indicatori di competitività all'interno dell'area dell'euro. Una strategia adeguata comprende il perseguimento di politiche fiscali solide e di una vigilanza finanziaria prudente, basata su una stretta cooperazione fra le autorità di vigilanza del paese d'origine e del paese ospitante. È inoltre importante rafforzare gli istituti del mercato del lavoro e di quello dei beni e servizi necessari per accrescere la flessibilità del processo di formazione dei salari e dei prezzi e sviluppare istituti che promuovano la concorrenza e gli investimenti in capitale umano e fisico. Solo dotandosi di questi strumenti i paesi riusciranno a compiere i migliori progressi verso una convergenza sostenibile e contribuiranno quindi a creare, nel lungo periodo, un'area dell'euro allargata dinamica e competitiva.



# LE AGENZIE DI RATING: SVILUPPI E QUESTIONI DI POLICY

Le agenzie di rating svolgono un ruolo cruciale nei mercati mondiali dei titoli e dell'attività bancaria. È pertanto fondamentale che offrano costantemente giudizi indipendenti, obiettivi e della massima qualità. In seguito alle critiche espresse sul loro ruolo nel creare le condizioni che hanno portato al dispiegarsi della crisi finanziaria, le valutazioni formulate da vari organismi nazionali e internazionali hanno avviato un dibattito di policy sulla necessità di rafforzare l'assetto regolamentare delle agenzie di rating. Il presente articolo passa in rassegna i principali aspetti di tale dibattito e descrive i più importanti sviluppi relativi al trattamento delle agenzie in termini di regolamentazione.

## I INTRODUZIONE

Il merito di credito espresso dalle agenzie di rating si propone di misurare la qualità del credito delle società e degli strumenti di debito. In questo contesto, per qualità creditizia si indica la capacità di adempiere agli obblighi di rimborso del debito. La logica fondamentale alla base dell'impiego dei rating è di conseguire economie di scala in termini di raccolta e analisi delle informazioni e di risolvere i problemi derivanti da asimmetrie informative fra emittenti e investitori (ossia, dai *principal-agent problems*)<sup>1)</sup>. Il ruolo e l'influenza delle agenzie di rating si sono significativamente ampliati nel corso del tempo. Un numero considerevole di operatori di mercato ha incluso i rating tra gli elementi da considerare per valutare i propri investimenti e i propri crediti. Allo stesso tempo le autorità responsabili della regolamentazione si sono avvalse in misura crescente di una normativa basata sui rating. Con l'evolversi dei mercati e l'aumentare della loro complessità, le agenzie di rating sono state sollecitate a coprire una gamma sempre più estesa di mercati e di strumenti di debito. In questo contesto di crescente innovazione finanziaria e di mercati del credito in espansione, le agenzie di rating sono state sottoposte a forte pressione per offrire un numero sempre maggiore di valutazioni senza pregiudicarne in alcun modo la qualità. Inoltre, la maggior parte degli operatori di mercato, anche quelli presumibilmente più sofisticati, non ha svolto operazioni di *due diligence*, bensì ha preferito esternalizzare la gestione del rischio di credito affidandosi alle agenzie di rating. Nel periodo successivo alla crisi dei mutui *subprime* negli Stati Uniti, le agenzie di rating sono state ampiamente criticate per aver emesso valutazioni

iniziali dei prodotti strutturati risultati incapaci di rifletterne l'effettivo grado di rischiosità. Infatti, i modelli utilizzati dalle agenzie di rating non avevano previsto l'elevato numero di debitori inadempienti che ha caratterizzato il mercato statunitense dei mutui cartolarizzati, né l'inadeguatezza dei meccanismi di sostegno alla liquidità per le operazioni di cartolarizzazione, i quali, a causa dal rinnovo del debito emesso dalle società veicolo (*structured investment vehicle*, SIV), non hanno funzionato quando le condizioni nei mercati monetari si sono notevolmente deteriorate. Le critiche si sono incentrate, inoltre, sulla scarsa attenzione prestata al peggioramento della qualità dell'insieme degli attivi a garanzia degli strumenti *mortgage-backed* risultanti dalle cartolarizzazioni, già evidente prima delle notevoli frizioni verificatesi nei mercati delle attività cartolarizzate a metà del 2007. I commentatori hanno messo in risalto anche l'esistenza di possibili conflitti di interesse rivenienti dai modelli di *business* adottati dalle agenzie di rating, ossia dalla circostanza che esse prestano consulenza a emittenti e intermediari finanziari nella fase di strutturazione delle operazioni e sono per prassi pagate direttamente dagli emittenti o dagli *originator* delle operazioni di cartolarizzazione.

A fronte di tale contesto, le autorità nazionali e internazionali hanno adottato una serie di iniziative. A livello mondiale, nel maggio 2008 la *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) ha effettuato una revisione

1) González, F., F. Haas, R. Johannes, N. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland e C. Zins, *Market dynamics associated with credit ratings, a literature review*, Occasional Paper della BCE, n. 16, Francoforte sul Meno, giugno 2004.

del proprio codice di condotta per le agenzie di *rating* in modo da consolidare gli indirizzi sulla qualità e sull'integrità delle valutazioni, nonché sull'indipendenza delle agenzie e sulla prevenzione dei conflitti di interesse. Negli Stati Uniti, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) ha rafforzato il quadro regolamentare al fine di fronteggiare al meglio questioni quali la gestione dei conflitti di interesse, l'aumento della trasparenza e l'eccessivo affidamento del quadro regolamentare sui *rating*. In Europa, la Commissione europea, in seguito a una consultazione pubblica, ha adottato il 12 novembre 2008 una proposta di regolamento.

Il presente articolo, che intende fornire una rassegna delle principali iniziative di *policy* in corso, è così strutturato: la sezione 2 descrive gli sviluppi della regolamentazione che hanno avuto luogo prima dell'inizio della crisi finanziaria; la sezione 3 fa riferimento al dibattito di *policy* innescato dalla crisi finanziaria; la sezione 4 riepiloga le iniziative adottate dall'Eurosistema per la vigilanza sulle agenzie di *rating*; la sezione 5, infine, trae le conclusioni.

## 2 RASSEGNA SUGLI SVILUPPI DELLA REGOLAMENTAZIONE RELATIVA ALLE AGENZIE DI *RATING* PRIMA DELLA CRISI FINANZIARIA DEL 2007

Il mercato del *rating* creditizio è caratterizzato da una struttura particolare in quanto è dominato da tre grandi società internazionali (*Standard & Poor's*, *Moody Investors Service* e *Fitch Ratings*), che hanno sede centrale e direzione principale negli Stati Uniti e operano all'interno dell'UE attraverso controllate istituite in vari paesi<sup>2)</sup>. Queste peculiarità del settore mettono in evidenza il carattere internazionale del dibattito sulle possibili iniziative di regolamentazione in relazione all'importanza di una stretta collaborazione a livello internazionale finalizzata alla adozione di standard coerenti su società operanti a livello mondiale.

Il dibattito sull'esigenza di rafforzare le misure di regolamentazione delle agenzie di *rating*

è iniziato nel 2003, a seguito di gravi scandali societari che hanno avuto luogo sia nell'UE che negli Stati Uniti. Dal momento che le agenzie di *rating* erano state criticate per non aver previsto tali fallimenti aziendali, è stata intrapresa una serie di iniziative di *policy*.

A livello internazionale, lo IOSCO ha pubblicato nel settembre 2003 un rapporto e una dichiarazione di principi per le autorità di regolamentazione, le agenzie di *rating* e gli altri operatori di mercato al fine di migliorare i presidi per l'integrità del processo di *rating*<sup>3)</sup>. Nel dicembre 2004 è seguita la pubblicazione di un codice di condotta<sup>4)</sup> che doveva fungere da modello su cui le agenzie di *rating* potessero basare i propri codici di condotta per l'attuazione dei principi dello IOSCO.

In Europa, a seguito di una risoluzione approvata dal Parlamento europeo nel febbraio 2004<sup>5)</sup>, la Commissione europea, dopo aver consultato il *Committee of European Securities Regulators* (CESR), ha adottato l'11 marzo 2006 una comunicazione in cui concludeva che non erano necessarie nuove iniziative legislative.

Più specificatamente, la Commissione concludeva che le direttive esistenti sui servizi finanziari applicabili alle agenzie di *rating*<sup>6)</sup>, unitamente alle norme di autoregolamentazione seguite dalle agenzie

2) Per una rassegna sulla struttura delle grandi agenzie di *rating* e un elenco delle agenzie di *rating*, cfr. *Impact assessment accompanying the European Commission's proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on credit rating agencies*, 12 novembre 2008.

3) *IOSCO Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies*, settembre 2003, reperibile sul sito Internet [www.iosco.org](http://www.iosco.org).

4) IOSCO, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, dicembre 2004, disponibile sul sito Internet [www.iosco.org](http://www.iosco.org). Il codice contempla tre sezioni principali, ovvero: qualità e integrità del processo di valutazione; indipendenza e prevenzione dei conflitti di interessi; responsabilità nei confronti degli investitori e degli emittenti.

5) Risoluzione del Parlamento europeo sul ruolo e sui metodi delle agenzie di *rating* (2003/2081(INI)), reperibile sul sito Internet [www.europarl.europa.eu](http://www.europarl.europa.eu).

6) Si tratta in particolare della direttiva sugli abusi di mercato (*Market Abuse Directive*, MAD); quella sui requisiti patrimoniali (*Capital Requirements Directive*, CRD) e quella sui mercati degli strumenti finanziari (*Markets in Financial Instruments Directive*, MiFID). La Commissione ha evidenziato quanto segue.

stesse sulla base dei principi del codice di condotta IOSCO per le agenzie di *rating*, offrivano una risposta adeguata a tutti i principali motivi di preoccupazione. Inoltre, la Commissione ha chiesto al CESR di tenere sotto osservazione il rispetto del codice IOSCO da parte delle agenzie di *rating* e di dare conto, annualmente, di quanto accertato<sup>7)</sup>.

Negli Stati Uniti, il quadro regolamentare esistente per le *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSRO) è stato modificato nel 2006 con l'adozione del *Credit Rating Agency Reform Act*.

Questa legge ha previsto l'obbligo di iscrizione degli NRSRO presso la SEC, alla quale ha attribuito potestà regolamentari attuative in materia di rendicontazione finanziaria e di vigilanza. Essa ha anche autorizzato la SEC a fissare obblighi di segnalazione e di registrazione, nonché a esaminare l'attività di *rating* degli NRSRO. La legge di riforma sulle agenzie di *rating* ha peraltro espressamente vietato alla SEC di disciplinare "the substance of the credit ratings or the procedures and methodologies" con cui gli NRSRO calcolano i loro *rating*.

Le norme di attuazione della SEC sono entrate in vigore il 26 giugno 2007. In base alla nuova disciplina, gli NRSRO sono tenuti a divulgare informazioni sulla loro attività, a tenere registri, a sottoporre specifica documentazione finanziaria alla SEC, a definire procedure per la gestione di informazioni rilevanti non accessibili al pubblico e a segnalare e gestire i conflitti di interesse. Le regole della SEC vietano inoltre agli NRSRO di versare in alcuni tipi di conflitto di interesse e di adottare prassi sleali, abusive o coercitive.

### 3 IL DIBATTITO DI *POLICY* SULLE AGENZIE DI *RATING* DOPO L'INIZIO DELLA CRISI FINANZIARIA

#### 3.1 LE CRITICITÀ EMERSE DALLA CRISI FINANZIARIA

Nel primo trimestre del 2007 alcuni investitori hanno iniziato a mettere in dubbio l'accuratezza

dei *rating* attribuiti a taluni strumenti finanziari strutturati e, in particolare, alle cartolarizzazioni di mutui residenziali (*residential mortgage-backed securities*, RMBS) nonché ai titoli di debito obbligazionari garantiti (*collateralised debt obligations*, CDO). È stato invero argomentato che questi dubbi sulla qualità delle valutazioni da parte delle agenzie e sull'integrità del processo di *rating* hanno aggravato la crisi di liquidità manifestatasi nei mercati finanziari dall'agosto 2007<sup>8)</sup>.

Varie analisi della crisi finanziaria hanno evidenziato timori in merito sia alla debolezza delle metodologie impiegate dalle agenzie di *rating* nel valutare gli strumenti finanziari strutturati sia alla mancanza di incentivi a condurre una valutazione indipendente dal momento che le agenzie sono pagate dagli emittenti.

Ad esempio, il rapporto del Financial Stability Forum (FSF), pubblicato il 7 aprile 2008, riepilogava così le principali fonti di preoccupazione sui risultati delle agenzie di *rating*: "debolezze nei modelli e nelle metodologie di *rating*; scarsa diligenza nel valutare la qualità dell'insieme delle garanzie sottostanti i titoli valutati; insuf-

La MAD tratta l'*insider trading* e la manipolazione del mercato (gli abusi di mercato). Affronta le questioni della corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e della comunicazione al pubblico dei conflitti di interesse. Ai fini della MAD, i *rating* non costituiscono una raccomandazione, bensì sono considerati pareri sul merito di credito di un particolare emittente o strumento finanziario. La direttiva stabilisce tuttavia che le agenzie di *rating* debbano valutare l'opportunità di adottare politiche e procedure interne volte ad assicurare che i *rating* pubblicati siano presentati in modo corretto. La CRD prevede l'utilizzo di valutazioni del merito di credito esterne nella determinazione delle ponderazioni di rischio (e dei conseguenti requisiti patrimoniali) applicate alle esposizioni delle banche o delle imprese di investimento. La CRD enumera una serie di requisiti che le istituzioni specializzate nella valutazione del merito di credito (*external credit assessment institutions*, ECAI) devono soddisfare per poter essere riconosciute dall'autorità competente. Le disposizioni della MiFID in materia di esercizio delle attività e di requisiti organizzativi sono applicabili alle agenzie di *rating* che forniscono anche servizi di investimento a titolo professionale.

7) Nel dicembre 2006 il CESR ha pubblicato il primo rapporto annuale, in cui concludeva che le principali agenzie di *rating* che partecipavano al sistema di monitoraggio volontario del CESR rispettavano in genere il codice IOSCO.

8) Cfr. IOSCO, *Final Report on the subprime crisis*, maggio 2008, pagg. 2 e segg.

ficiente trasparenza su presupposti, criteri e metodologie utilizzati per stabilire il *rating* degli strumenti strutturati; insufficiente disponibilità di informazioni sul significato e sulle caratteristiche di rischio dei *rating* sulla finanza strutturata; infine, insufficiente attenzione ai conflitti di interesse nel processo di definizione dei *rating*<sup>9)</sup>. L'FSF ha anche formulato diverse raccomandazioni per ulteriori interventi relativi a: qualità del processo di *rating*; *rating* differenziati e informazioni più dettagliate sui prodotti strutturati; qualità dei dati alla base delle valutazioni delle agenzie di *rating*; impiego dei *rating* da parte degli investitori e delle autorità responsabili della regolamentazione. Altre analisi condotte da organizzazioni internazionali e autorità pubbliche negli Stati Uniti e in Europa hanno avvalorato la fondatezza dei timori su questi profili<sup>10)</sup>.

L'Eurosistema promuove fortemente il dibattito di *policy* sulle possibili misure regolamentari relative alle agenzie di *rating* per i motivi illustrati di seguito.

In primo luogo, le agenzie di *rating* svolgono un ruolo importante nel funzionamento dei mercati riducendo le asimmetrie informative fra emittenti e investitori e contribuendo così a un'allocatione più efficiente dei rischi e delle risorse da parte degli operatori di mercato.

In secondo luogo, le turbolenze occorse sui mercati hanno dimostrato che la sensazione che l'attività svolta dalle agenzie di *rating* sia affetta da limiti può minare la fiducia dei mercati e avere ripercussioni negative sulla stabilità finanziaria.

In terzo luogo, i servizi offerti dalle agenzie di *rating* hanno un impatto diretto sull'Eurosistema nell'ambito dei relativi compiti e obblighi in merito alla conduzione sia delle operazioni di politica monetaria sia delle operazioni relative alla gestione patrimoniale. L'articolo 18.1, secondo trattino, dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea (Statuto del SEBC) stabilisce, in particolare, che la BCE e le banche centrali nazionali hanno la facoltà di "effettuare operazioni di credito con istituti creditizi ed altri operatori di mercato, ero-

gando i prestiti sulla base di adeguate garanzie". A tale riguardo, un criterio importante che le attività devono soddisfare per essere stanziabili a garanzia nelle operazioni di politica monetaria è che devono rispondere a elevati standard creditizi. Per l'esame della qualità creditizia delle attività idonee, l'Eurosistema si avvale, fra l'altro, delle valutazioni provenienti da varie fonti, tra cui le agenzie di *rating* definite come "agenzie esterne di valutazione del merito di credito" (ECAI). Queste ultime sono soggette a criteri generali di accettazione, integrati da un processo di verifica delle *performance* in più anni in conformità alle condizioni pubblicate nelle linee guida della BCE sugli strumenti e sulle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema.

A fronte di tale contesto, l'Eurosistema ritiene che le iniziative concernenti le agenzie di *rating* debbano mirare a conseguire i tre seguenti principali obiettivi<sup>11)</sup>:

- *Accrescere la trasparenza nell'attribuzione dei rating e la verifica continua degli stessi*: migliori standard di comunicazione al pubblico agevolano il confronto tra *rating* di agenzie diverse e aumentano la concorrenza e l'innovazione nel settore creando opportunità di revisione dei *rating* da parte di altre agenzie (*peer review*) ed eliminando possibili svantaggi competitivi derivanti dalla mancanza di accesso a informazioni sulle garanzie sottostanti.
- *Assicurare che il processo di rating soddisfi standard adeguati di qualità e integrità*: i modelli e i processi impiegati per produrre i *rating* devono basarsi su solide

9) Financial Stability Forum, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 aprile 2008, pag. 8.

10) Cfr. IOSCO, *Final Report on the Subprime Crisis*, maggio 2008; SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examination of Select Credit Rating Agencies*, luglio 2008; Commissione europea, *Impact assessment accompanying the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on credit rating agencies*, 12 novembre 2008.

11) Per maggiori dettagli, cfr. la replica dell'Eurosistema alla consultazione pubblica della Commissione europea, pubblicata sul sito Internet della BCE il 25 settembre 2008.

ipotesi che ne evitino una eccessiva volatilità, ossia brusche ridefinizioni dei prezzi, con pregiudizio della fiducia dei mercati. Il quadro regolamentare deve anche agevolare la conduzione di prove di stress da parte degli utenti su parametri fondamentali del modello e prevedere la divulgazione, da parte delle agenzie di *rating*, delle ipotesi economiche sottostanti alla valutazione dei prodotti strutturati.

- *Tutelare l'integrità e l'indipendenza delle agenzie di rating*: i conflitti di interesse vanno evitati o adeguatamente fronteggiati mediante un quadro regolamentare trasparente, da applicarsi in maniera appropriata.

Nel medio periodo, inoltre, si potrebbe affrontare più approfonditamente il conflitto di interessi insito nella circostanza che l'industria del *rating* è alimentata dai pagamenti effettuati dagli stessi emittenti.

Il riconoscimento delle predette questioni ha determinato una serie di iniziative da parte sia del settore interessato sia delle autorità pubbliche, come descritto di seguito in maggiore dettaglio.

### 3.2 INIZIATIVE DEL MERCATO MIRATE ALL'AUTOREGOLAMENTAZIONE

Le agenzie di *rating* hanno annunciato di recente cambiamenti finalizzati a rafforzare l'integrità dei processi di *rating*. Alcuni di questi sono già stati attuati e altri sono in procinto di esserlo, in taluni casi previo riscontro dal mercato. Le agenzie di *rating* sono assolutamente consapevoli del fatto che le carenze emerse nei *rating* assegnati ai prodotti finanziari strutturati hanno incrinato la fiducia degli operatori di mercato e delle autorità responsabili della regolamentazione nella loro capacità di valutare la qualità creditizia. Questi cambiamenti riflettono l'urgente necessità di adottare ogni possibile azione in grado di contribuire al ripristino del ruolo peculiare delle agenzie di *rating* quali "guardiani" dei mercati mondiali del credito.

Nel rapporto congiunto presentato allo IOSCO nell'aprile 2008, cinque agenzie di *rating* si sono impegnate ad attuare tempestivamente una serie di misure volte a migliorare l'indipendenza, la trasparenza e la qualità del processo di *rating* e a contribuire a ripristinare la fiducia nel settore<sup>12)</sup>. Sebbene di natura talvolta radicale, le misure proposte cercano di superare alcuni problemi elementari che sono stati trascurati in tempi "normali", ovvero in assenza di tensioni sui mercati finanziari. È riconosciuto che a questi aspetti di base non è stata attribuita la priorità necessaria, soprattutto in un'epoca di rapida crescita ed eccessi dei mercati.

Un tema di fondo è la comprensione, da parte delle agenzie di *rating*, del fatto che il superamento dell'attuale crisi di fiducia nel settore in cui operano spetta soprattutto a esse stesse e che gli interventi regolamentari isolati non sono la soluzione per superare la crisi di fiducia. La regolamentazione pubblica può essere controproducente in quanto gli operatori di mercato potrebbero ritenere che implichi un avallo ufficiale dei *rating* rilasciati dalle agenzie, circostanza che potrebbe non essere auspicabile per l'adeguato funzionamento dei mercati del credito.

Benché i tre ambiti di azione elencati dalle agenzie di *rating* nelle proprie ipotesi di autoregolamentazione coincidano con i tre obiettivi di possibile intervento regolamentare della BCE (indipendenza, qualità dei *rating* e trasparenza), non è certo che le misure proposte dalle agenzie siano di portata sufficientemente ampia. In totale, sono ventidue le misure concrete che le cinque agenzie di *rating* si sono impegnate a realizzare: di esse, sei riguardano l'indipendenza del processo di *rating*, otto concernono la qualità dei *rating* e otto la trasparenza. Come osservato in precedenza, queste misure sono alquanto importanti se considerate singolarmente, ma non sono sufficientemente

12) Risposta congiunta di A.M. Best Company, Inc., DBRS Limited, Fitch, Inc., Moody's Investors Service, Inc., e Standard & Poor's Rating Services al documento *IOSCO Technical Committee Consultation Report on the Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets*, aprile 2008.

incisive da dissipare completamente i timori emersi nel corso della crisi finanziaria in merito al funzionamento e al ruolo delle agenzie di *rating* in mercati evoluti del credito.

### 3.3 INIZIATIVE NEGLI STATI UNITI

L'11 giugno 2008 la SEC ha proposto nuove norme sulle agenzie di *rating* – a integrazione di quelle introdotte nel giugno 2007 in attuazione del *Credit Rating Agency Reform Act* – mirate ad accrescere la trasparenza del processo di *rating* e a limitare le prassi che avevano contribuito alle recenti turbolenze nei mercati del credito<sup>13)</sup>.

In particolare, la SEC ha proposto di:

- (1) vietare alle agenzie di attribuire un *rating* ai prodotti strutturati qualora non siano disponibili informazioni sulle attività sottostanti e di strutturare prodotti cui esse stesse assegnano un *rating*;
- (2) imporre alle agenzie di *rating* di differenziare i *rating* assegnati a prodotti strutturati da quelli assegnati ad obbligazioni, attraverso l'impiego di simboli diversi o la pubblicazione di una relazione che renda note le differenze fra i *rating* dei prodotti strutturati e i *rating* degli altri titoli;
- (3) eliminare dalle norme e dai moduli previsti dal *Securities Exchange Act* del 1934 ogni riferimento ai *rating* emessi dagli NRSRO in modo da rendere chiaro agli investitori che il ruolo che la SEC riconosce ai *rating* nella propria normativa è in linea con l'obiettivo di consentire agli investitori stessi di esprimere un giudizio indipendente sui rischi e di rendere loro chiari i limiti e gli scopi dei *rating* per i prodotti strutturati. Con tale intervento si è voluto prevenire il rischio che il richiamo ai *rating* degli NRSRO nelle norme e nei moduli della SEC possa contribuire a un indebito affidamento su tali valutazioni<sup>14)</sup>.

Infine, il 3 dicembre 2008 la SEC ha approvato una serie di misure per accrescere trasparenza

e *accountability* delle agenzie di *rating*, nonché per assicurare che esse forniscano agli investitori *rating* più significativi e maggiori informazioni<sup>15)</sup>. Gli interventi della SEC si sono basati su un approfondito esame, durato dieci mesi, di tre importanti agenzie di *rating* che avevano rilevato significative carenze nelle proprie prassi.

### 3.4 INIZIATIVE NELL'UE

Nel maggio 2008 il CESR, su richiesta della Commissione europea, ha predisposto un rapporto sul processo di *rating* relativo agli strumenti finanziari strutturati nel contesto delle recenti turbolenze, in cui ha evidenziato azioni specifiche per migliorare l'attività delle agenzie di *rating*. Il 31 luglio 2008 la Commissione europea ha pubblicato due documenti di consultazione riguardanti (a) un quadro regolamentare completo per le agenzie di *rating* e (b) le possibili scelte di *policy* per fronteggiare il problema di un eccessivo affidamento ai *rating*.

In seguito alla consultazione e alla richiesta del Consiglio dell'UE del 16 ottobre 2008 di una proposta per rafforzare le regole sulle agenzie di *rating* e la loro vigilanza a livello dell'UE, la Commissione europea ha adottato un'adeguata proposta legislativa il 12 novembre 2008.

La proposta definisce le condizioni per l'emissione di *rating* necessarie a ripristinare la fiducia del mercato e ad accrescere la tutela degli investitori. Più precisamente, la proposta intende consentire alle autorità di vigilanza europee di controllare le attività delle agenzie i cui *rating* sono impiegati principalmente per scopi regolamentari da parte di enti creditizi, imprese di investimento, società di assicurazione e riassicurazione, organismi di investimento collettivo e fondi pensione all'interno dell'UE.

Nel novembre 2008 la Commissione ha presentato una proposta formale di regolamento e nel

13) Cfr. [www.sec.gov/news/press/2008/2008-110.htm](http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-110.htm).

14) Cfr. [www.sec.gov/news/speech/2008/spch062508ers-2.htm](http://www.sec.gov/news/speech/2008/spch062508ers-2.htm).

15) Cfr. [www.sec.gov/news/press/2008/2008-284.htm](http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-284.htm).

marzo 2009 il testo definitivo è stato presentato per l'adozione al Consiglio Ecofin e, successivamente, al Parlamento europeo.

Occorre notare che alcune delle regole proposte sono basate sugli standard stabiliti nel codice dello IOSCO. La proposta attribuisce a tali regole un carattere giuridicamente vincolante. Inoltre, nei casi in cui gli standard dello IOSCO non siano sufficienti a ripristinare la fiducia dei mercati e ad assicurare la tutela degli investitori, la Commissione europea ha proposto regole più rigide.

Al momento della stesura di questo contributo, la proposta della Commissione europea è all'esame del Consiglio dell'UE e del Parlamento europeo. La trattativa politica può determinare cambiamenti importanti nell'assetto regolamentare proposto.

### 3.5 IL PARERE DELLA BCE SULLA PROPOSTA DELLA COMMISSIONE EUROPEA

Una delle questioni maggiormente dibattute in ambito europeo riguarda un elemento fondamentale della regolamentazione, ossia il coor-

#### Riquadro

#### LA PROPOSTA DELLA COMMISSIONE EUROPEA

I principali elementi della proposta della Commissione europea sono i seguenti.

##### Indipendenza e prevenzione dei conflitti di interesse

La proposta intende riformare le strutture di *internal governance*, introducendo controlli interni e rapporti gerarchici efficaci e separando chiaramente la funzione di *rating* dagli incentivi operativi. I controlli esterni sono rafforzati attribuendo compiti specifici ai membri indipendenti dell'organo di amministrazione o di sorveglianza delle agenzie di *rating*. Le agenzie di *rating* devono limitare la loro attività ai *rating* e alle operazioni collegate, escludendo i servizi di consulenza. I dipendenti sono sottoposti a meccanismi di rotazione.

##### Qualità dei *rating*

Mediante i nuovi requisiti ci si propone non solo di consentire agli operatori sofisticati di mercato di controllare la solidità delle metodologie impiegate e verificare i *rating* attribuiti dall'agenzia, ma anche di accrescere la disciplina di mercato. Al fine di conseguire questi obiettivi, le agenzie di *rating* devono rendere noti tempestivamente metodologie, modelli e ipotesi principali impiegati nel formulare i *rating*. I metodi devono essere mantenuti aggiornati ed essere oggetto di revisioni; le agenzie di *rating* devono costantemente riesaminare i propri *rating*. Inoltre, le agenzie di *rating* sono tenute a utilizzare metodologie rigorose, sistematiche e soggette a procedure di convalida sulla base dell'esperienza storica.

##### Maggiore trasparenza

Le agenzie di *rating* devono comunicare al pubblico informazioni sui conflitti di interesse, sulle metodologie e sulle ipotesi fondamentali di *rating* nonché sulla natura generale della loro politica di retribuzione. Devono inoltre divulgare periodicamente i dati sui tassi storici di inadempimento relativi alle classi di *rating*, mentre il CESR deve creare un registro centrale pubblico contenente tali dati. Le agenzie di *rating* devono pubblicare una relazione annuale e conservare la documentazione relativa alle loro attività.

### Iscrizione e vigilanza sulle agenzie di *rating*

La proposta riconosce il CESR come “single entry point” per l’iscrizione, in considerazione del fatto che tale Comitato si trova nelle condizioni migliori per fungere da “one-stop shop” per le domande e da snodo per l’informazione e il coordinamento delle autorità nazionali di vigilanza all’interno dell’UE. Tuttavia, la responsabilità per l’iscrizione delle agenzie di *rating* permane all’autorità competente dello Stato membro di origine. Per poter funzionare come punto di iscrizione unico, il CESR dovrebbe essere sin dall’inizio strettamente coinvolto nel processo di iscrizione e avere il diritto di esprimere il proprio parere sulla concessione o sulla revoca dell’iscrizione da parte dell’autorità competente dello Stato membro di origine nonché di chiedere il riesame dei progetti di decisione.

La vigilanza sulle agenzie di *rating* è esercitata dall’autorità competente dello Stato membro di origine, in collaborazione con le autorità competenti degli altri Stati membri interessati. Si chiede anche alle autorità competenti di stabilire e operare attraverso un *college of supervisors*, nonché di tenere il CESR adeguatamente informato. Quest’ultimo, infatti, deve prestare consulenza e, in collaborazione con il *Committee of European Banking Supervisors* (CEBS) e il *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors* (CEIOPS), emanare orientamenti su vari aspetti, compresi i protocolli d’intesa tra le autorità competenti, le pratiche e le attività volte a garantire il rispetto della normativa e gli standard comuni sulle informazioni oggetto di divulgazione da parte delle agenzie di *rating*.

Per consentire alle autorità competenti di adempiere ai loro obblighi in conformità al diritto nazionale, la proposta conferisce loro i seguenti poteri:

- hanno accesso a qualsiasi documento in qualsiasi forma e possono riceverne o farne copia;
- possono richiedere informazioni a qualsiasi persona e, se necessario, convocare e interrogare qualsiasi persona per ottenere informazioni;
- possono eseguire ispezioni in loco;
- possono richiedere registrazioni telefoniche e del traffico dati.

Le autorità competenti possono esercitare i propri poteri direttamente, in collaborazione con altre autorità o rivolgendosi alle autorità giudiziarie di pertinenza. Qualora l’autorità competente stabilisca che un’agenzia di *rating* registrata non ottemperi agli obblighi in virtù del regolamento, essa può imporre sanzioni, fra cui la revoca della iscrizione, il divieto temporaneo di emissione di *rating* e/o la sospensione dell’uso di *rating* a fini di regolamentazione. Per chiarezza, fra gli obblighi la cui violazione può innescare l’adozione di sanzioni da parte delle autorità competenti, la proposta fa spesso riferimento ai requisiti in materia di indipendenza e prevenzione dei conflitti di interesse.

La proposta impone la collaborazione fra le autorità competenti. A tale riguardo stabilisce che, in caso di controversia, esse dovranno rinviare la questione al CESR per tentare una mediazione. Inoltre, le autorità competenti devono scambiarsi, senza indebiti ritardi, le informazioni richieste per ottemperare agli obblighi previsti dal nuovo regolamento. Le autorità competenti possono fornire alle autorità responsabili della vigilanza, alle banche centrali, al SEBC e alla BCE, nonché a qualunque altra autorità pubblica responsabile della sorveglianza sui sistemi di pagamento e regolamento le informazioni riservate finalizzate all’esercizio delle loro funzioni.

dinamento delle attività delle autorità nazionali nel settore della iscrizione e della vigilanza sulle agenzie di *rating*.

Nella sua risposta alla consultazione pubblica lanciata dalla Commissione europea il 31 luglio 2008, l'Eurosistema ha espresso il proprio sostegno al ruolo di coordinamento del CESR nell'ambito di un quadro di riferimento che comporta uno stretto coinvolgimento di tutte le autorità nazionali interessate. L'Eurosistema ha altresì evidenziato che qualunque disposizione di coordinamento per la regolamentazione e la vigilanza delle agenzie di *rating* andrebbe concepita tenendo in opportuna considerazione due elementi, ovvero (i) la necessità di evitare duplicazioni delle procedure attuate dalle autorità di vigilanza bancaria per riconoscere come ECAI le agenzie di *rating* in conformità ai requisiti fissati nella direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD) e (ii) la necessità di stabilire un livello appropriato di coinvolgimento dell'Eurosistema, dato il suo considerevole interesse in una prospettiva di stabilità finanziaria e in ragione del fatto che ha già istituito un quadro di riferimento a livello di Eurosistema per tenere sotto osservazione il funzionamento e la *performance* delle agenzie di *rating*.

Per quanto riguarda l'assetto di vigilanza prospettato per le agenzie di *rating*, incentrato sulle autorità di vigilanza sulla finanza mobiliare e su un ruolo di coordinamento esercitato dal CESR, vanno formulati accordi appropriati per assicurare il coordinamento sia con le autorità di vigilanza bancaria sia con le banche centrali.

In primo luogo, per quanto riguarda la collaborazione con le autorità di vigilanza bancaria, l'Eurosistema accoglie con favore l'introduzione di disposizioni volte ad assicurare che il regolamento proposto comprenda tutti i criteri che devono essere soddisfatti nel processo di riconoscimento di un'ECAI. Si eviterebbe così la presenza di normative che impongono alle agenzie di *rating* il rispetto di requisiti tra loro ridondanti o contrastanti. L'Eurosistema, inoltre, accoglie con favore l'introduzione della consultazione obbligatoria del CEBS (oltre al

CEIOPS) prima della pubblicazione degli orientamenti per le autorità competenti nazionali.

In secondo luogo, per quanto riguarda gli accordi di coordinamento con la BCE e l'Eurosistema, il regolamento proposto dovrebbe essere in linea con le modifiche recentemente presentate sulla CRD<sup>16)</sup> per lo scambio di informazioni fra le autorità di vigilanza sulla finanza mobiliare, le banche centrali e la BCE. In particolare, il regolamento dovrebbe consentire la trasmissione di informazioni dalle autorità competenti nazionali alle banche centrali dell'UE, fra cui la BCE, qualora tali informazioni rivestano importanza per l'espletamento delle principali funzioni di banca centrale, come la conduzione della politica monetaria, la sorveglianza dei sistemi di pagamento e regolamento in titoli, nonché la tutela della stabilità finanziaria.

Al momento della stesura di questo contributo, la BCE sta completando l'elaborazione del proprio parere sulla proposta della Commissione europea.

#### 4 LA VIGILANZA SULLE AGENZIE DI *RATING* STABILITA DAL QUADRO DI RIFERIMENTO DELL'EUROSISTEMA PER LA VALUTAZIONE DELLA QUALITA' CREDITIZIA

In qualità di autorità monetaria, la BCE tiene attualmente sotto osservazione i risultati e le attività delle agenzie di *rating*. Nel dare attuazione delle operazioni di politica monetaria, essa si avvale del cosiddetto quadro di riferimento dell'Eurosistema per la valutazione della qualità creditizia per le attività stanziabili a garanzia (*Eurosystem Credit Assessment Framework*, ECAF). L'ECAF comprende l'insieme delle tecniche e delle norme che assicurano una qualità adeguata delle attività stanziate dalle controparti a garanzia del credito ottenuto nelle operazioni di politica monetaria. Un compito importante dell'ECAF è assicurare che le agenzie di *rating*

16) Cfr. la recente proposta della Commissione che modifica la CRD (direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE).

ammissibili ai fini dell'ECAF, impiegate come fonte di informazioni per la valutazione della qualità creditizia delle garanzie, siano conformi a determinati standard operativi e di *performance* definiti dall'Eurosistema.

Il quadro di riferimento definito dalla BCE per il monitoraggio dei risultati è applicato in modo coerente a tutte le agenzie di *rating* ammissibili ai fini dell'ECAF e consiste in una valutazione *a posteriori* dei *rating* emessi mediante meccanismi di test retrospettivi. A tal fine, la BCE chiede a tutte le agenzie di *rating* ammissibili ai fini dell'ECAF di suddividere i debitori, all'inizio dell'anno, per classi di *rating* e di comunicare se in seguito sono passati a un'altra classe di *rating* o sono risultati inadempienti. L'esito di questa analisi è condiviso con le agenzie di *rating* e ogni eventuale deviazione dai risultati attesi è fatta oggetto di discussione; con l'agenzia in esame sono concordate eventuali misure finalizzate al miglioramento della *performance*. Il quadro di riferimento attuale prevede che, in caso di *performance* largamente insoddisfacenti e di mancato miglioramento della qualità dei *rating* emessi in un arco temporale prestabilito, un'agenzia di *rating* possa anche essere esclusa.

L'ECAF è tenuto inoltre ad assicurare che gli schemi relativi alle diverse scale di *rating* delle varie agenzie siano attuati correttamente. Ciò richiede una profonda conoscenza del significato dei *rating* elaborati dalle agenzie. Occorre pertanto che le agenzie di *rating* forniscano regolarmente informazioni generali che permettano una costruzione corretta delle tavole sugli schemi di *rating*.

Inoltre, la BCE instaura un dialogo diretto con le agenzie conformi all'ECAF in ambiti quali i miglioramenti delle metodologie di *rating* e la divulgazione di informazioni sull'analisi sui *rating* e sulle verifiche delle *performance*. Particolare attenzione è prestata a una maggiore trasparenza dei processi di controllo condotti dalle agenzie di *rating* nell'ambito della finanza strutturata. Dall'inizio della crisi finanziaria la BCE ha modificato il proprio sistema di controllo dei rischi per accrescere la trasparenza dei

*rating* delle *asset-backed securities* (ABS)<sup>17)</sup>. Questi ultimi devono essere illustrati in un apposito documento accessibile al pubblico (un prospetto dettagliato di precollocamento o un prospetto su una nuova emissione) che includa un'analisi esaustiva degli aspetti strutturali e giuridici, un esame dettagliato del *pool* di garanzie, un'analisi dei partecipanti all'operazione e di ogni altra specificità del caso. Le agenzie di *rating* devono inoltre pubblicare i riesami dei *rating* con frequenza almeno trimestrale<sup>18)</sup>. Essi devono contenere almeno un aggiornamento dei dati di rilievo delle operazioni (ad esempio la composizione dell'insieme delle garanzie, i partecipanti e la struttura del capitale), nonché le informazioni sui rendimenti. La BCE lavora attualmente con le agenzie di *rating* al miglioramento dei controlli condotti dalle agenzie stesse per introdurre informazioni a livello di singolo prestito nel processo di verifica continua delle ABS stanziabili nelle operazioni dell'Eurosistema. Si ritiene che le criticità nei processi di controllo dei *rating* sui mutui *subprime* cartolarizzati statunitensi abbiano svolto un ruolo importante all'inizio della crisi finanziaria. Questi sforzi miglioreranno la qualità del processo di controllo consentendo alle agenzie di *rating* di individuare tempestivamente ogni eventuale problema connesso alle attività sottostanti alla base delle operazioni. Si spera che, migliorando la trasparenza nel processo di controllo, gli operatori di mercato possano riacquisire fiducia nell'attività svolta dalle agenzie di *rating* nei mercati delle cartolarizzazioni, consentendone la riattivazione.

## 5 CONCLUSIONI

La natura mondiale del settore del *rating* impone un accordo a livello internazionale sugli elementi principali della risposta da dare, in termini di regolamentazione, alle criticità emerse con la crisi

17) Cfr. il comunicato stampa della BCE del 4 settembre 2008 sulla revisione biennale del controllo dei rischi.

18) Per le ABS le cui attività sottostanti danno luogo al rimborso di capitale o al pagamento di interessi con frequenza semestrale o annuale, i documenti di controllo possono essere pubblicati su base rispettivamente semestrale o annuale.

finanziaria. L'Eurosistema, pertanto, accoglie con favore l'accordo raggiunto dai *leader* del G20 il 2 aprile 2009 riguardo all'introduzione di un regime di vigilanza sulle agenzie di *rating* le cui valutazioni sono utilizzate a scopi di regolamentazione, che comprenderà l'iscrizione obbligatoria, nonché regole e procedimenti per gestire i conflitti di interesse e assicurare la trasparenza e la qualità del processo di *rating*. Il quadro di riferimento della vigilanza dovrebbe essere coerente fra le diverse giurisdizioni, con un'adeguata condivisione delle informazioni fra le autorità nazionali, anche attraverso lo IOSCO.

Inoltre, alle autorità nazionali dovrebbe essere conferito il potere di assicurare l'osservanza delle regole e di imporre modifiche a prassi e

procedure delle agenzie di *rating* per gestire i conflitti di interesse e assicurare la trasparenza e la qualità del processo di *rating*. Infine, data la portata mondiale delle attività di talune agenzie di *rating*, il sistema di vigilanza dovrebbe essere coerente fra le diverse giurisdizioni, con un'appropriata condivisione di informazioni fra le autorità nazionali responsabili della vigilanza sulle agenzie di *rating*. In particolare, al fine di assicurare che gli operatori di mercato possano continuare ad avere fiducia nell'affidabilità dei giudizi espressi dalle agenzie di *rating* lo IOSCO, attraverso revisioni e aggiornamenti periodici del codice, dovrebbe svolgere un ruolo di importanza cruciale per continuare ad assicurare la coerenza dei regolamenti sulle agenzie di *rating* fra le varie giurisdizioni.



# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



# INDICE <sup>1)</sup>

## TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

### I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

S6

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

S7

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta

S8

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

S9

### 2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro

S10

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro

S11

2.3 Statistiche monetarie

S12

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM

S14

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM

S17

2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM

S20

2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM

S21

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM

S22

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

S24

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

S25

### 3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

S26

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

S30

3.3 Famiglie

S32

3.4 Società non finanziarie

S33

3.5 Società di assicurazione e fondi pensione

S34

### 4 MERCATI FINANZIARI

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

S35

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

S36

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

S38

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

S40

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

S42

4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

S44

4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro

S45

4.8 Indici del mercato azionario

S46

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

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

S47

5.2 Produzione e domanda

S50

5.3 Mercato del lavoro

S54

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

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

#### **ALLARGAMENTO DELL'AREA DELL'EURO DAL 1° GENNAIO 2009 PER L'INGRESSO DELLA SLOVACCHIA**

Tutti i dati relativi al 2009 si riferiscono agli Euro 16 (area dell'euro, inclusa la Slovacchia) per tutte le serie, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie e l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche relative all'area dell'euro coprono gli Stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole. In tali casi, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per l'anno di ingresso nell'area dell'euro di Grecia (2001), Slovenia (2007), Cipro (2008), Malta (2008) e Slovacchia (2009), calcolate su basi che coprono l'anno precedente quello di ingresso, utilizzano serie che tengono conto dell'impatto dell'entrata di tali paesi nell'area dell'euro. Dati storici relativi all'area dell'euro anteriori all'ingresso della Slovacchia sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo: <http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>.

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

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

# TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Andamenti monetari e tassi di interesse<sup>1)</sup>

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2,3)</sup>	M3 <sup>2,3)</sup> media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche <sup>2)</sup>	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM <sup>2)</sup>	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Tassi a pronti a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno di fine periodo) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	6,5	9,9	11,2	-	10,8	18,6	4,28	4,38
2008	2,4	9,7	9,7	-	9,5	19,0	4,64	3,69
2008 2° trim.	2,3	10,2	10,2	-	10,5	17,3	4,86	4,73
3° trim.	0,7	9,2	9,1	-	9,1	18,6	4,98	4,34
4° trim.	2,7	8,9	8,2	-	7,4	20,4	4,24	3,69
2009 1° trim.	5,3	7,3	6,0	-	4,6	.	2,01	3,77
2008 nov.	2,1	8,7	7,7	8,0	7,1	20,5	4,24	3,77
dic.	3,3	8,3	7,5	7,1	5,8	24,5	3,29	3,69
2009 gen.	5,1	7,5	6,0	6,4	5,1	25,4	2,46	4,02
feb.	6,3	7,0	5,8	5,6	4,3	27,2	1,94	3,85
mar.	5,9	6,2	5,1	.	3,2	.	1,64	3,77
apr.	.	.	.	.	.	.	1,42	3,79

### 2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro<sup>5)</sup>

	IAPC <sup>1)</sup>	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria mani- fatturiera (in perc.)	Occupazione	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	2,1	2,7	2,7	2,7	3,8	84,1	1,8	7,5
2008	3,3	5,9	3,5	0,8	-1,7	81,8	0,8	7,5
2008 3° trim.	3,8	8,2	4,2	0,6	-1,4	82,2	0,6	7,6
4° trim.	2,3	3,3	3,8	-1,4	-9,0	78,1	0,0	8,0
2009 1° trim.	1,0	-1,8	.	.	.	72,6	.	8,7
2008 nov.	2,1	2,8	-	-	-9,1	-	-	8,0
dic.	1,6	1,1	-	-	-12,3	-	-	8,2
2009 gen.	1,1	-0,7	-	-	-16,1	74,7	-	8,4
feb.	1,2	-1,7	-	-	-18,4	-	-	8,7
mar.	0,6	-3,1	-	-	.	-	-	8,9
apr.	0,6	.	-	-	.	70,5	-	.

### 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 <sup>6)</sup> (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
2007	24,8	46,4	-92,5	159,7	347,4	107,9	109,0	1,3705
2008	-81,2	-6,1	-251,3	439,2	383,9	113,0	113,6	1,4708
2008 2° trim.	-28,0	6,1	-53,4	27,3	353,9	116,0	116,6	1,5622
3° trim.	-21,2	-9,0	-35,9	121,5	370,9	114,1	114,3	1,5050
4° trim.	-20,7	-0,7	-86,7	201,8	383,9	109,1	109,6	1,3180
2009 1° trim.	.	.	.	.	395,8	111,9	112,2	1,3029
2008 nov.	-12,2	-4,0	-53,3	60,2	393,4	107,1	107,6	1,2732
dic.	-3,4	-0,4	-22,5	6,4	383,9	112,4	112,8	1,3449
2009 gen.	-19,2	-10,1	-15,9	-7,4	409,9	111,9	112,3	1,3239
feb.	-1,4	1,5	-13,2	61,2	419,7	110,4	110,7	1,2785
mar.	.	.	.	.	395,8	113,3	113,5	1,3050
apr.	.	.	.	.	.	112,5	112,7	1,3190

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

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

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Le variazioni sul periodo corrispondente di dati mensili sono calcolate con riferimento ai dati di fine mese, mentre quelle di dati trimestrali e annuali sono calcolate con riferimento alla variazione sui dodici mesi della media della serie nel periodo. Cfr. le Note tecniche per i dettagli.
- 3) M3 e le sue componenti non comprendono le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e le obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute da non residenti nell'area dell'euro.
- 4) Basati sulle curve dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA. Cfr. la Tavola 4.7 per i dettagli.
- 5) Salvo diversa indicazione, i dati si riferiscono agli Euro 16.
- 6) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.



## STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

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

(milioni di euro)

#### 1. Attività

	10 aprile 2009	17 aprile 2009	24 aprile 2009	1 maggio 2009
<b>Oro e crediti in oro</b>	241.669	241.663	240.840	240.829
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	158.050	157.016	157.916	157.136
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	142.130	139.379	125.314	125.335
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	17.897	19.401	20.397	20.519
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	667.946	681.665	676.404	655.014
Operazioni di rifinanziamento principali	237.635	249.411	244.126	233.157
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	428.467	432.162	432.163	419.093
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	1.836	80	107	2.753
Crediti connessi a scarti di garanzia	9	12	8	12
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	33.609	32.044	31.449	27.907
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	293.945	292.829	293.964	294.095
<b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>	37.397	37.397	37.397	36.790
<b>Altre attività</b>	235.154	238.689	240.281	241.601
<b>Attività totali</b>	1.827.798	1.840.083	1.823.963	1.799.225

#### 2. Passività

	10 aprile 2009	17 aprile 2009	24 aprile 2009	1 maggio 2009
<b>Banconote in circolazione</b>	762.064	756.560	752.675	759.167
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	253.856	278.367	280.409	241.738
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	232.143	256.260	249.149	173.939
Depositi overnight	21.488	21.872	31.069	67.774
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	225	236	192	26
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	295	320	440	432
<b>Certificati di debito</b>	0	0	0	0
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	155.768	149.763	152.284	164.891
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	200.021	197.392	184.190	179.879
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	2.901	1.448	1.665	2.929
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	11.293	12.192	10.596	9.050
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	5.551	5.551	5.551	5.551
<b>Altre passività</b>	159.996	162.688	160.357	159.793
<b>Rivalutazioni</b>	202.952	202.952	202.952	202.952
<b>Capitale e riserve</b>	73.102	72.850	72.843	72.843
<b>Passività totali</b>	1.827.798	1.840.083	1.823.963	1.799.225

Fonte: BCE.

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

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

	Con effetto dal <sup>1)</sup>	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
				Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile	Variazione	Livello	Variazione
		Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Livello	Livello			
		Livello	Variazione	Livello	Livello	Variazione	Livello	Variazione
		1	2	3	4	5	6	7
1999	1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4 <sup>2)</sup>	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
	22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
	9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
	5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000	4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
	17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
	28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
	9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
	28 <sup>3)</sup>	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
	1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
	6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001	11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
	31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
	18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
	9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002	6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003	7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
	6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005	6 dic.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006	8 mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
	15 giu.	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
	9 ago.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
	11 ott.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
	13 dic.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007	14 mar.	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
	13 giu.	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008	9 lug.	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
	8 ott.	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
	9 <sup>4)</sup>	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
	15 <sup>5)</sup>	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
	12 nov.	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
	10 dic.	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009	21 gen.	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
	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
	13 mag.	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50

Fonte: BCE.

- Dal 1° gennaio 1999 al 9 marzo 2004 la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema e alle operazioni di rifinanziamento marginale. Per le operazioni di rifinanziamento principali, le variazioni del tasso hanno effetto dalla prima operazione successiva alla data indicata. La variazione decisa il 18 settembre 2001 ha avuto effetto dallo stesso giorno. Dal 10 marzo 2004 in poi, se non diversamente indicato, la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema, alle operazioni di rifinanziamento marginale e alle operazioni di rifinanziamento principali (le variazioni avranno effetto dalla operazione di rifinanziamento principale che segue la discussione del Consiglio Direttivo).
- Il 22 dicembre 1998 la BCE ha fissato a 50 punti base l'ampiezza del corridoio tra il tasso di interesse sui depositi overnight presso il SEBC e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale per il periodo 4-21 gennaio 1999. Tale provvedimento, a carattere eccezionale, mirava ad agevolare la transizione al nuovo regime da parte degli operatori di mercato.
- L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.
- Dal 9 ottobre 1998 la BCE ha ridotto da 200 a 100 punti base il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali 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 <sup>1), 2)</sup>

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

#### 1. Operazioni di rifinanziamento principali e a lungo termine <sup>3), 4)</sup>

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso		Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>5)</sup>	Tasso medio ponderato		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Operazioni di rifinanziamento principali									
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	
8	233.234	535	233.234	1,25	-	-	-	7	
15	249.411	557	249.411	1,25	-	-	-	7	
22	244.126	563	244.126	1,25	-	-	-	7	
29	233.157	526	233.157	1,25	-	-	-	7	
6 mag.	234.197	503	234.197	1,25	-	-	-	7	
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine									
2009 29 gen.	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	
8 apr.	131.839	119	131.839	1,25	-	-	-	35	
9	36.087	75	36.087	1,25	-	-	-	182	
16	13.152	37	13.152	1,25	-	-	-	84	
30	30.170	90	30.170	1,25	-	-	-	91	

#### 2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile					Durata della operazione (giorni)
					Aste a tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale <sup>5)</sup>	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008 16 set.	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
7 apr.	Raccolta di depositi a tempo determinato	105.486	114	103.876	-	-	1,50	1,30	1,12	1

Fonte: BCE.

- 1) Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- 2) Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di split tender, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante aste standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale. Per le operazioni di split tender condotte prima di tale mese, cfr. tavola 2 della sezione 1.3.
- 3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.
- 4) 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.
- 5) 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 <sup>1)</sup>	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1	
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9	
2008 1° trim	17.703,3	9.551,7	840,2	2.126,0	1.558,4	3.627,1	
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 nov. <sup>2)</sup>	18.396,5	10.195,5	884,3	2.227,2	1.378,8	3.710,8	
dic. <sup>2)</sup>	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7	
2009 gen.	18.510,3	10.186,3	879,8	2.424,3	1.315,3	3.704,7	
feb.	18.466,6	10.142,2	870,3	2.438,4	1.272,4	3.743,2	

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

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008 11 nov.	216,1	218,6	2,4	0,0	3,94
9 dic.	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009 20 gen. <sup>3)</sup>	220,2	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	221,6	0,8	0,0	1,50
12 mag.	219,7				

**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) <sup>4)</sup>		
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 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
7 apr.	508,0	230,5	443,1	1,1	0,0	57,8	3,7	747,3	139,0	13,3	221,6	1.026,6

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 <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

## 1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosistema</b>														
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007	2.046,1	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	373,7	15,2	339,6
2008 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
4° trim.	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.	2.830,2	1.606,0	18,6	0,7	1.586,8	362,5	314,6	2,5	45,4	-	14,2	523,8	16,0	307,7
feb.	2.772,6	1.537,1	18,6	0,7	1.517,8	366,5	318,3	2,7	45,6	-	13,6	530,5	15,9	309,0
mar. <sup>(6)</sup>	2.783,6	1.555,3	18,7	0,7	1.535,9	374,1	322,7	2,5	48,9	-	13,9	491,0	15,7	333,5
<b>IFM escluso l'Eurosistema</b>														
2006	25.944,6	14.881,7	809,0	9.134,7	4.938,0	3.561,5	1.278,8	645,8	1.636,9	83,5	1.171,4	4.336,6	172,6	1.737,4
2007	29.448,1	16.894,2	954,5	10.139,0	5.800,8	3.890,1	1.196,9	952,9	1.740,3	93,5	1.293,8	4.886,1	205,7	2.184,7
2008 3° trim.	31.534,6	18.134,9	978,7	10.800,7	6.355,5	4.207,3	1.195,4	1.106,3	1.905,6	101,8	1.316,1	5.125,7	203,2	2.445,5
4° trim.	31.857,0	18.056,0	968,4	10.769,5	6.318,1	4.631,3	1.244,2	1.395,6	1.991,5	98,7	1.200,2	4.763,2	211,6	2.896,0
2009 gen.	32.304,1	18.204,8	984,5	10.856,9	6.363,4	4.768,7	1.308,8	1.407,6	2.052,3	101,6	1.205,0	4.871,6	210,6	2.941,7
feb.	32.149,2	18.074,7	981,1	10.833,5	6.260,1	4.847,0	1.342,3	1.427,9	2.076,8	102,8	1.189,3	4.779,9	215,1	2.940,4
mar. <sup>(6)</sup>	31.736,9	17.909,4	970,1	10.815,8	6.123,5	4.923,0	1.387,7	1.444,8	2.090,5	104,1	1.187,6	4.529,4	213,9	2.869,6

## 2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>3)</sup>	Obbligazioni <sup>4)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007	2.046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	66,0	330,3
2008 3° trim.	2.473,4	705,4	932,3	51,3	17,7	863,3	-	0,1	264,4	288,1	283,1
4° trim.	2.983,0	784,8	1.217,5	68,8	16,6	1.132,1	-	0,1	273,9	383,3	323,4
2009 gen.	2.830,2	761,9	1.093,1	102,5	19,1	971,6	-	0,1	302,6	329,1	343,3
feb.	2.772,6	763,8	1.075,8	110,9	22,3	942,6	-	0,1	313,8	301,5	317,7
mar. <sup>(6)</sup>	2.783,6	768,9	1.114,9	135,6	23,3	956,0	-	0,1	296,4	301,6	301,8
<b>IFM escluso l'Eurosistema</b>											
2006	25.944,6	-	13.265,1	124,1	7.901,8	5.239,3	698,3	4.233,6	1.454,1	3.991,4	2.302,2
2007	29.448,1	-	15.098,2	126,9	8.885,4	6.085,8	754,1	4.631,4	1.683,4	4.533,4	2.747,6
2008 3° trim.	31.534,6	-	16.234,4	139,9	9.347,6	6.746,8	833,2	4.851,8	1.755,9	4.890,5	2.968,8
4° trim.	31.857,0	-	16.762,5	190,7	9.709,6	6.862,1	825,4	4.849,7	1.767,7	4.404,0	3.247,8
2009 gen.	32.304,1	-	16.820,1	222,6	9.760,6	6.836,9	859,8	4.920,6	1.787,7	4.678,8	3.237,0
feb.	32.149,2	-	16.710,7	228,2	9.766,0	6.716,5	880,4	4.970,6	1.784,2	4.572,1	3.231,2
mar. <sup>(6)</sup>	31.736,9	-	16.609,8	216,1	9.788,3	6.605,3	883,0	4.930,0	1.798,2	4.348,8	3.167,1

Fonte: BCE.

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

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

**1. Attività**

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze</b>											
2006	19.710,1	9.964,0	828,7	9.135,3	2.114,5	1.466,3	648,2	811,4	4.687,9	187,3	1.945,0
2007	22.317,5	11.111,9	972,3	10.139,6	2.376,9	1.422,0	954,9	882,2	5.259,8	220,9	2.465,9
2008 3° trim.	23.777,8	11.798,5	997,2	10.801,3	2.541,6	1.432,9	1.108,7	874,3	5.608,1	219,2	2.736,2
4° trim.	24.112,3	11.757,2	987,1	10.770,1	2.950,1	1.552,1	1.398,0	787,5	5.243,0	227,3	3.147,2
2009 gen.	24.505,1	11.860,7	1.003,1	10.857,6	3.033,5	1.623,5	1.410,0	789,2	5.395,3	226,6	3.199,8
feb.	24.445,1	11.833,9	999,7	10.834,2	3.091,2	1.660,6	1.430,6	777,1	5.310,5	230,9	3.201,6
mar. <sup>2)</sup>	24.141,4	11.805,3	988,8	10.816,4	3.157,7	1.710,4	1.447,3	774,2	5.020,4	229,6	3.154,1
<b>Transazioni</b>											
2006	1.999,9	874,8	-14,2	889,0	13,0	-94,0	107,1	97,9	806,0	6,4	201,7
2007	2.574,0	1.014,8	-9,9	1.024,7	232,2	-46,3	278,5	55,5	782,0	-0,5	490,0
2008	1.602,3	600,3	12,1	588,3	362,0	58,3	303,7	-55,3	-74,3	-2,1	771,6
2008 4° trim.	213,2	-45,3	-9,7	-35,6	196,9	52,5	144,4	-69,7	-323,5	1,0	453,8
2009 1° trim.	-166,1	9,7	2,1	7,7	189,6	143,4	46,2	-0,6	-314,4	0,8	-51,3
2009 gen.	99,6	39,6	14,6	25,0	63,8	56,6	7,1	10,3	-43,1	-2,2	31,3
feb.	-100,7	-25,7	-3,3	-22,3	56,4	37,0	19,4	-6,7	-114,7	4,4	-14,4
mar. <sup>2)</sup>	-165,0	-4,2	-9,1	5,0	69,4	49,7	19,6	-4,1	-156,6	-1,3	-68,2

**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 <sup>2)</sup>	Obbligazioni <sup>3)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
<b>Consistenze</b>										
2006	19.710,1	592,3	157,8	7.917,7	614,6	2.569,8	1.285,5	4.026,7	2.537,7	7,9
2007	22.317,5	638,6	150,8	8.904,5	660,4	2.849,6	1.492,4	4.599,4	3.077,9	-56,5
2008 3° trim.	23.777,8	657,2	191,2	9.365,3	731,1	2.907,2	1.563,6	5.178,6	3.252,0	-68,7
4° trim.	24.112,3	723,0	259,6	9.726,2	726,3	2.817,8	1.614,5	4.787,3	3.571,1	-114,0
2009 gen.	24.505,1	712,3	325,1	9.779,7	757,9	2.822,9	1.660,3	5.007,9	3.580,4	-141,6
feb.	24.445,1	716,0	339,1	9.788,4	777,3	2.848,3	1.672,3	4.873,6	3.548,8	-118,8
mar. <sup>2)</sup>	24.141,4	720,0	351,7	9.811,7	778,7	2.790,7	1.667,3	4.650,3	3.468,9	-98,1
<b>Transazioni</b>										
2006	1.999,9	59,4	-15,2	681,5	27,6	284,3	59,7	600,9	253,7	48,0
2007	2.574,0	45,8	-13,4	838,9	54,5	270,0	149,9	774,9	466,2	-13,2
2008	1.602,3	83,4	106,0	605,7	29,8	-42,9	141,2	63,2	673,4	-57,7
2008 4° trim.	213,2	65,8	68,4	203,6	-10,4	-94,3	43,7	-395,4	379,1	-47,3
2009 1° trim.	-166,1	-4,5	89,2	29,4	53,7	-36,7	38,9	-196,6	-134,9	-4,5
2009 gen.	99,6	-12,1	62,5	-14,9	32,7	-29,0	24,2	75,2	35,9	-75,0
feb.	-100,7	3,6	14,0	9,2	19,6	22,7	8,7	-146,9	-49,8	18,2
mar. <sup>2)</sup>	-165,0	4,0	12,7	35,1	1,4	-30,5	6,1	-125,0	-121,0	52,3

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 <sup>1)</sup>

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

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

	M1		M2		M3	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 <sup>4)</sup>
	M1	M2-M1	M2	M3-M2	Prestiti				Per memoria: prestiti corretti per vendite e cartolarizzazioni <sup>3)</sup>			
	1	2	3	4					9	10	11	
<b>Consistenze</b>												
2006	3.685,1	2.959,0	6.644,1	1.099,6	7.743,7	-	5.427,8	2.319,8	10.619,0	9.148,3	-	637,3
2007	3.837,7	3.518,3	7.356,1	1.308,5	8.664,6	-	5.967,8	2.416,2	12.003,9	10.156,5	-	634,7
2008 3° trim.	3.894,3	3.986,1	7.880,4	1.367,3	9.247,7	-	6.123,9	2.443,8	12.801,8	10.793,8	-	434,7
4° trim.	3.981,9	4.046,7	8.028,6	1.378,1	9.406,7	-	6.284,3	2.562,4	12.977,6	10.785,9	-	428,6
2009 gen.	4.103,6	3.990,2	8.093,8	1.307,8	9.401,6	-	6.445,8	2.626,1	13.085,0	10.872,0	-	371,4
feb.	4.138,5	3.983,0	8.121,5	1.322,0	9.443,4	-	6.494,5	2.657,7	13.090,2	10.861,5	-	419,1
mar. <sup>(p)</sup>	4.123,1	3.964,9	8.088,0	1.312,2	9.400,2	-	6.455,4	2.687,3	13.039,8	10.814,4	-	370,0
<b>Transazioni</b>												
2006	260,5	308,8	569,2	130,1	699,3	-	428,2	-112,2	1.102,7	896,5	964,5	204,2
2007	148,8	529,8	678,6	224,3	902,9	-	466,9	-59,6	1.362,1	1.028,5	1.130,9	5,3
2008	125,8	487,4	613,2	44,2	657,4	-	156,5	70,3	832,4	587,1	770,3	-138,9
2008 4° trim.	84,9	57,7	142,6	10,0	152,6	-	-7,9	51,2	44,2	-12,3	84,0	39,6
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	107,3	-100,0	7,3	-61,5	-54,2	-	137,9	110,3	33,2	-10,3	16,8	-90,8
2009 gen.	83,3	-81,3	2,0	-64,8	-62,8	-	93,6	47,4	48,6	23,6	33,5	-107,2
feb.	34,8	-6,2	28,6	14,3	42,9	-	42,4	31,5	10,6	-9,5	-1,5	30,4
mar. <sup>(p)</sup>	-10,8	-12,5	-23,3	-11,0	-34,3	-	1,9	31,3	-26,0	-24,4	-15,3	-14,0
<b>Variazioni percentuali</b>												
2006 dic.	7,6	11,6	9,4	13,2	9,9	9,8	8,5	-4,6	11,6	10,8	11,6	204,2
2007 dic.	4,0	17,9	10,2	20,5	11,6	11,9	8,5	-2,6	12,8	11,2	12,3	5,3
2008 set.	1,2	17,8	9,0	7,3	8,7	8,8	5,0	0,9	10,1	8,5	9,6	-222,1
dic.	3,3	13,7	8,3	3,3	7,5	7,1	2,6	2,9	6,9	5,8	7,5	-138,9
2009 gen.	5,1	10,1	7,5	-2,7	6,0	6,4	3,5	5,0	6,4	5,1	6,9	-237,3
feb.	6,3	7,8	7,0	-0,8	5,8	5,6	4,5	6,7	5,7	4,3	6,1	-188,2
mar. <sup>(p)</sup>	5,9	6,4	6,2	-1,0	5,1	.	4,3	7,7	4,7	3,2	5,0	-171,1

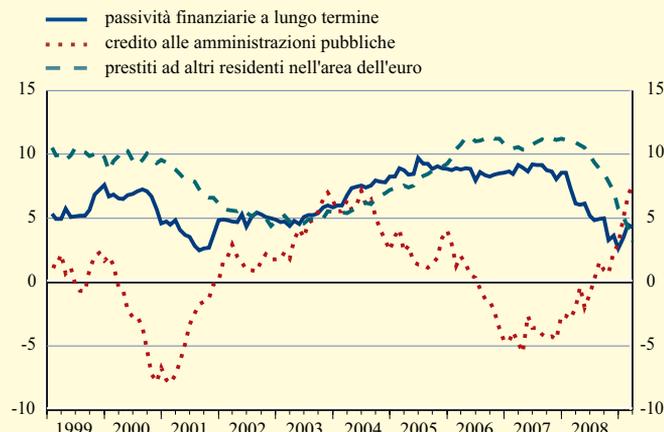
### F1 Aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

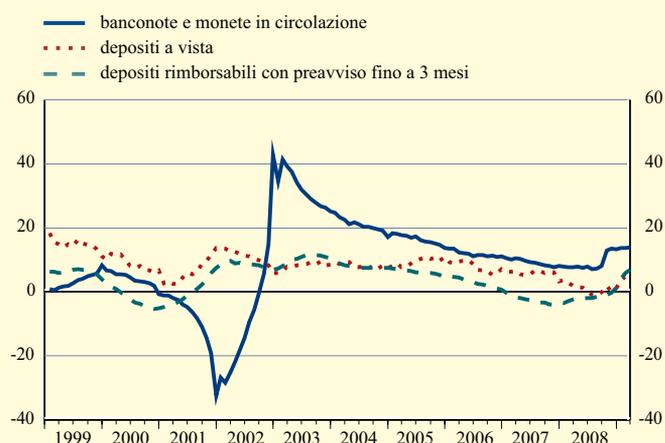
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2006	578,4	3.106,7	1.404,9	1.554,1	267,1	636,5	196,0	2.385,7	102,0	1.659,9	1.280,2
2007	625,6	3.212,2	1.977,3	1.541,1	307,4	686,2	314,9	2.547,4	119,3	1.814,8	1.486,4
2008 3° trim.	662,9	3.231,4	2.453,8	1.532,2	342,5	736,5	288,2	2.617,1	114,8	1.833,3	1.558,7
4° trim.	710,0	3.271,8	2.479,3	1.567,4	354,1	756,2	267,9	2.563,6	121,3	1.991,5	1.608,0
2009 gen.	716,8	3.386,9	2.387,9	1.602,3	322,8	766,1	218,8	2.625,9	123,7	2.039,8	1.656,3
feb.	721,8	3.416,7	2.354,6	1.628,4	327,7	777,3	217,0	2.641,5	123,0	2.059,5	1.670,4
mar. <sup>(p)</sup>	727,5	3.395,6	2.318,4	1.646,5	337,5	778,3	196,4	2.595,0	124,2	2.074,6	1.661,6
Transazioni											
2006	57,3	203,1	298,0	10,8	30,1	29,9	70,0	216,4	15,3	137,6	58,9
2007	46,7	102,1	582,3	-52,5	42,2	58,7	123,4	147,5	9,7	160,4	149,3
2008	83,4	42,4	467,7	19,8	48,1	33,2	-37,1	-4,2	0,6	19,4	140,7
2008 4° trim.	47,1	37,8	22,7	35,0	13,2	13,7	-16,9	-61,5	6,5	5,0	42,0
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	16,0	91,3	-178,8	78,8	-16,7	23,5	-68,3	18,4	2,2	77,6	39,8
2009 gen.	5,3	78,0	-115,7	34,4	-31,5	11,1	-44,4	23,3	1,6	41,8	26,9
feb.	5,1	29,7	-32,4	26,2	4,9	11,4	-2,0	13,0	-0,6	19,3	10,7
mar. <sup>(p)</sup>	5,6	-16,4	-30,8	18,3	9,9	1,0	-21,9	-18,0	1,2	16,5	2,2
Variazioni percentuali											
2006 dic.	11,0	7,0	26,8	0,7	12,8	4,8	55,2	9,9	17,7	9,0	4,8
2007 dic.	8,1	3,3	41,3	-3,4	15,8	9,2	63,6	6,2	9,5	9,7	11,4
2008 set.	8,2	-0,1	34,4	-1,7	16,5	4,1	5,3	2,3	-5,6	3,8	12,1
dic.	13,3	1,3	23,4	1,3	15,5	4,8	-12,2	-0,1	0,5	1,1	9,6
2009 gen.	13,7	3,4	14,6	4,1	5,9	2,6	-24,9	0,0	0,6	3,0	10,5
feb.	13,6	4,8	9,3	5,8	5,4	3,4	-19,8	1,1	1,3	4,2	10,9
mar. <sup>(p)</sup>	13,8	4,3	6,2	6,8	8,5	3,9	-26,2	0,2	3,7	5,0	10,5

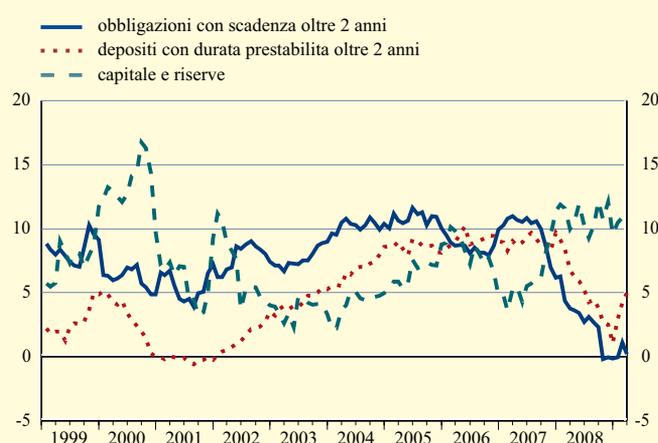
### F3 Componenti degli aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

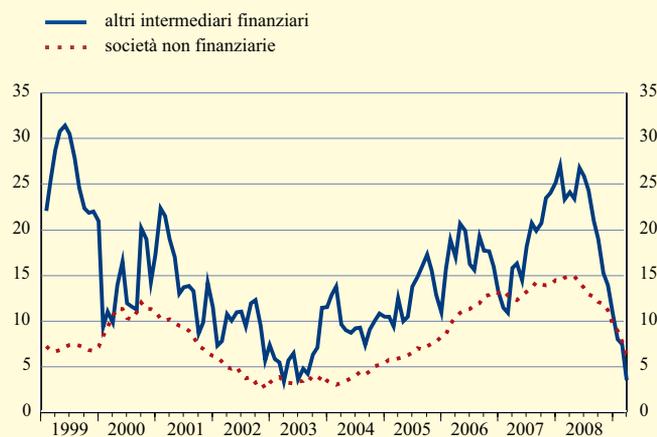
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati, dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 1. Prestiti agli intermediari finanziari alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione		Società non finanziarie				Famiglie <sup>4)</sup>			
	Totale	Altri intermediari finanziari <sup>3)</sup>	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
<b>Consistenze</b>										
2006	92,2	703,9	3.836,9	1.141,6	707,0	1.988,3	4.515,3	584,2	3.194,3	736,8
2007	107,4	877,5	4.383,4	1.282,6	859,5	2.241,2	4.788,2	616,1	3.419,9	752,2
2008 3° trim.	102,0	1.003,4	4.769,6	1.378,5	954,3	2.436,7	4.918,8	636,8	3.514,8	767,1
4° trim	103,7	974,8	4.825,8	1.384,4	960,8	2.480,6	4.881,7	630,8	3.480,9	769,9
2009 gen.	98,2	990,5	4.884,4	1.394,1	978,1	2.512,1	4.898,9	639,6	3.488,9	770,4
feb.	96,2	986,3	4.879,7	1.373,9	980,7	2.525,1	4.899,2	640,8	3.490,9	767,6
mar. <sup>(p)</sup>	102,4	970,6	4.851,2	1.351,4	973,9	2.525,8	4.890,2	641,2	3.482,0	767,0
<b>Transazioni</b>										
2006	20,2	86,9	444,8	100,9	123,0	220,8	344,7	42,3	281,9	20,4
2007	16,8	176,3	555,9	146,1	156,0	253,8	279,5	31,5	227,0	21,0
2008	-4,2	89,8	421,9	88,9	120,0	213,0	79,6	10,9	50,9	17,8
2008 4° trim.	1,6	-30,1	55,4	-3,7	24,4	34,7	-39,2	-6,4	-36,1	3,3
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	-4,7	-10,4	11,3	-37,7	8,1	41,0	-6,5	2,5	-6,9	-2,1
2009 gen.	-5,7	5,3	26,9	-0,9	9,2	18,6	-2,9	-0,3	-2,1	-0,6
feb.	-2,0	-5,7	-3,5	-19,3	2,6	13,2	1,7	1,7	2,2	-2,2
mar. <sup>(p)</sup>	3,0	-10,0	-12,1	-17,5	-3,8	9,2	-5,3	1,1	-7,0	0,6
<b>Variazioni percentuali</b>										
2006 dic.	27,9	14,0	13,1	9,7	20,8	12,4	8,2	7,7	9,7	2,9
2007 dic.	18,2	24,9	14,5	12,8	22,0	12,8	6,2	5,4	7,1	2,9
2008 set.	-8,0	18,8	12,1	9,8	17,5	11,4	3,8	4,5	4,0	2,5
dic.	-3,9	10,3	9,6	6,9	13,9	9,4	1,7	1,8	1,5	2,4
2009 gen.	-4,7	8,2	9,0	6,0	13,0	9,1	1,2	1,3	0,9	2,1
feb.	-8,1	7,8	7,7	3,2	12,0	8,7	0,7	1,1	0,4	1,4
mar. <sup>(p)</sup>	-6,2	3,6	6,3	0,2	10,4	8,3	0,4	0,9	0,1	1,3

### F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

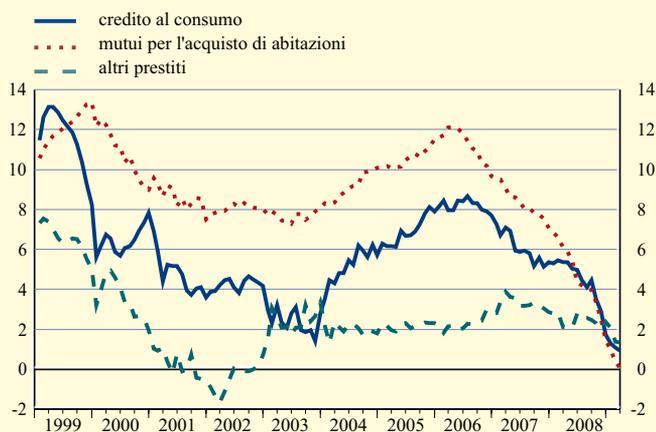
2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

3) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



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

(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 <sup>3)</sup>				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
<b>Consistenze</b>												
2007	95,6	71,2	7,5	17,0	862,2	522,5	148,0	191,7	4.386,2	1.278,0	859,2	2.249,1
2008 3° trim.	101,8	78,0	6,4	17,5	1.012,2	616,3	169,5	226,4	4.761,1	1.374,6	953,5	2.433,0
4° trim.	92,3	68,5	5,7	18,0	960,9	554,0	168,8	238,1	4.828,6	1.378,8	960,5	2.489,3
2009 gen.	96,8	72,7	6,5	17,5	985,1	567,2	178,3	239,6	4.881,3	1.389,7	976,7	2.515,0
feb.	94,3	70,1	6,5	17,6	982,9	560,2	179,7	243,0	4.868,8	1.366,9	978,8	2.523,1
mar. <sup>4)</sup>	101,3	75,6	6,3	19,4	987,1	570,0	179,8	237,3	4.846,9	1.348,7	974,4	2.523,8
<b>Transazioni</b>												
2007	15,0	16,7	-5,2	3,5	175,0	113,4	34,1	27,5	555,7	144,9	156,1	254,7
2008.	-3,9	-2,9	-1,8	0,9	91,2	27,3	21,5	42,4	422,0	88,0	120,1	213,8
2008 4° trim.	-9,7	-9,6	-0,7	0,6	-52,7	-60,8	0,1	8,0	66,7	-5,3	24,9	47,1
2009 1° trim.	5,7	5,7	0,6	-0,7	19,9	11,3	11,0	-2,4	4,3	-34,8	8,8	30,3
2009 gen.	4,4	4,0	0,8	-0,5	13,7	6,1	8,8	-1,2	21,1	0,3	8,1	12,8
feb.	-2,5	-2,6	0,0	0,1	-3,6	-7,6	1,3	2,8	-11,5	-21,9	2,1	8,3
mar. <sup>4)</sup>	3,9	4,3	-0,2	-0,2	9,8	12,8	0,9	-4,0	-5,4	-13,2	-1,4	9,2
<b>Variazioni percentuali</b>												
2007 dic.	18,2	30,6	-41,1	23,5	25,1	27,2	29,6	16,7	14,5	12,7	22,1	12,8
2008 set.	-7,6	-10,6	-26,1	18,7	19,0	15,6	24,5	25,0	12,1	9,8	17,5	11,4
dic.	-4,0	-4,0	-24,2	5,0	10,6	5,4	14,6	22,1	9,6	6,9	13,9	9,4
2009 gen.	-4,7	-5,3	-19,3	5,0	8,0	0,5	20,5	20,2	9,0	6,0	13,1	9,1
feb.	-8,3	-10,0	-17,9	4,4	7,5	-1,0	19,8	22,6	7,7	3,2	12,0	8,7
mar. <sup>4)</sup>	-6,0	-7,4	-16,8	5,9	3,5	-5,1	19,6	17,4	6,3	0,2	10,4	8,3

**3. Prestiti alle famiglie <sup>4)</sup>**

	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
<b>Consistenze</b>													
2007	4.794,9	618,4	137,5	203,9	276,9	3.423,3	15,9	73,7	3.333,7	753,2	147,4	104,0	501,8
2008 3° trim.	4.925,6	638,3	139,3	201,4	297,6	3.519,9	16,8	71,7	3.431,4	767,3	149,6	100,0	517,8
4° trim.	4.887,7	633,1	138,8	196,3	298,0	3.483,7	17,2	67,6	3.398,9	771,0	155,1	90,4	525,5
2009 gen.	4.893,7	637,7	137,0	202,8	297,9	3.487,2	17,2	65,9	3.404,1	768,8	152,5	89,6	526,8
feb.	4.887,6	635,4	135,9	201,8	297,8	3.485,8	17,1	65,5	3.403,3	766,3	150,4	88,9	527,1
mar. <sup>4)</sup>	4.880,5	638,2	137,6	201,9	298,7	3.476,6	17,4	68,3	3.390,9	765,7	151,1	88,3	526,3
<b>Transazioni</b>													
2007	278,9	31,5	3,8	1,1	26,6	226,4	0,9	2,3	223,2	21,1	1,7	4,4	14,9
2008.	78,9	10,8	1,1	-8,9	18,7	50,2	1,1	-3,7	52,8	17,9	2,6	-5,4	20,7
2008 4° trim.	-39,9	-5,7	-0,3	-5,6	0,1	-38,4	0,3	-2,2	-36,5	4,2	0,9	-2,0	5,3
2009 1° trim.	-22,2	-2,7	-1,2	-2,1	0,5	-15,1	0,2	-0,8	-14,5	-4,4	-3,9	-1,9	1,3
2009 gen.	-14,2	-4,4	-2,1	-1,3	-0,9	-6,6	0,0	-1,8	-4,8	-3,2	-3,1	-0,8	0,7
feb.	-4,7	-1,8	-1,0	-0,9	0,1	-1,1	-0,2	-0,4	-0,5	-1,8	-1,9	-0,6	0,7
mar. <sup>4)</sup>	-3,3	3,4	1,9	0,1	1,3	-7,3	0,4	1,4	-9,1	0,6	1,1	-0,4	-0,1
<b>Variazioni percentuali</b>													
2007 dic.	6,2	5,4	2,8	0,5	10,7	7,1	6,0	3,2	7,2	2,9	1,2	4,3	3,0
2008 set.	3,8	4,5	4,2	-1,3	9,0	4,0	4,8	-1,3	4,1	2,5	2,2	-2,3	3,5
dic.	1,6	1,7	0,8	-4,4	6,7	1,5	7,0	-5,1	1,6	2,4	1,7	-5,2	4,1
2009 gen.	1,2	1,3	0,3	-4,6	6,1	0,9	7,9	-7,3	1,1	2,1	1,0	-5,9	4,0
feb.	0,7	1,1	0,3	-4,3	5,4	0,4	7,5	-7,6	0,6	1,4	0,5	-7,4	3,4
mar. <sup>4)</sup>	0,4	0,9	1,1	-4,4	4,7	0,1	7,9	-5,3	0,1	1,4	0,1	-7,7	3,6

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

(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 <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2006	809,0	104,0	232,5	446,6	25,8	2.931,8	2.070,6	861,2	63,1	798,1
2007	954,5	213,4	217,6	494,0	29,4	3.307,6	2.352,4	955,3	59,8	895,5
2008 1° trim.	956,2	210,6	212,8	495,6	37,2	3.423,2	2.407,3	1.015,9	61,5	954,4
2° trim.	974,0	220,9	215,1	495,9	42,0	3.320,9	2.312,2	1.008,8	63,0	945,8
3° trim.	978,7	225,6	210,0	497,8	45,4	3.525,7	2.461,8	1.063,9	61,8	1.002,0
4° trim. <sup>(p)</sup>	968,4	229,1	210,1	489,7	39,8	3.243,1	2.272,8	969,1	59,6	909,5
<b>Transazioni</b>										
2006	-13,2	-17,5	-14,3	22,0	-3,4	536,5	408,5	128,0	-0,1	128,1
2007	-8,0	-4,5	-13,0	6,0	3,6	541,6	382,1	159,7	0,3	159,4
2008 <sup>(p)</sup>	12,9	14,4	-8,1	-3,6	10,4	-52,5	-83,0	28,9	0,1	28,8
2008 1° trim.	0,5	-3,4	-4,8	0,9	7,8	212,7	119,6	92,8	2,9	89,8
2° trim.	17,7	10,3	2,1	0,6	4,8	-99,2	-93,6	-5,4	1,6	-7,0
3° trim.	4,4	4,3	-5,2	1,9	3,4	91,0	73,8	17,3	-3,2	20,5
4° trim. <sup>(p)</sup>	-9,9	3,2	-0,2	-7,0	-5,6	-257,1	-182,7	-75,7	-1,1	-74,5
<b>Variazioni percentuali</b>										
2006 dic.	-1,6	-14,0	-5,8	5,2	-11,6	21,9	24,0	17,2	-0,1	18,9
2007 dic.	-1,0	-4,3	-5,6	1,3	13,8	18,6	18,6	18,8	0,5	20,3
2008 mar.	0,1	0,9	-5,1	1,6	19,4	15,6	12,6	23,2	10,0	24,1
giu.	2,4	7,8	-1,8	2,3	11,7	7,7	4,7	15,4	9,5	15,8
set.	3,4	13,2	-1,9	2,7	9,6	8,0	5,2	15,0	1,8	15,9
dic. <sup>(p)</sup>	1,3	6,7	-3,7	-0,7	35,2	-1,6	-3,5	3,1	0,1	3,3

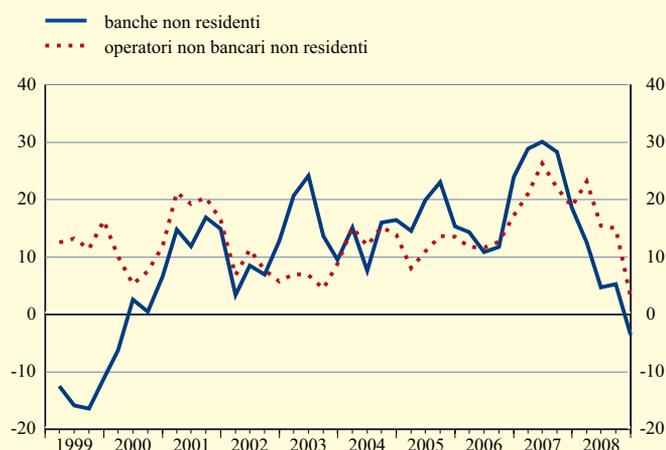
### F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



### F8 Prestiti ai non residenti nell'area dell'euro <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

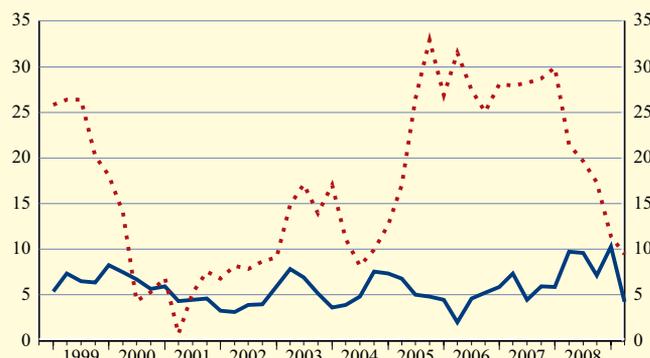
### 1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione						Altri intermediari finanziari <sup>3)</sup>						Pronti contro termine	
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso			
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Consistenze</b>														
2006	656,2	70,0	59,8	499,1	1,0	1,4	24,9	1.135,6	281,8	249,7	468,2	10,5	0,2	125,1
2007	691,7	70,9	70,5	527,5	0,8	1,1	20,8	1.466,4	312,5	345,7	648,6	12,2	0,3	147,1
2008 3° trim.	730,4	75,2	91,0	541,1	1,2	1,6	20,4	1.634,5	322,5	443,7	669,1	11,6	0,1	187,5
4° trim.	765,4	83,8	117,1	538,9	1,1	1,5	23,1	1.798,6	320,9	420,0	848,3	12,3	0,1	197,0
2009 gen.	766,3	99,8	99,7	544,0	1,2	1,5	20,2	1.803,7	341,9	363,6	880,3	12,9	0,1	204,9
feb.	759,9	92,5	98,6	544,5	1,4	1,5	21,3	1.820,8	342,3	359,0	893,4	14,1	0,1	212,0
mar. <sup>4)</sup>	763,2	91,7	99,7	546,6	2,3	1,5	21,4	1.837,1	332,6	348,7	907,1	14,4	0,0	234,2
<b>Transazioni</b>														
2006	36,4	2,0	4,9	25,4	-0,3	0,0	4,4	247,4	45,2	67,0	129,8	0,3	0,1	4,9
2007	38,5	0,8	10,5	31,9	-0,3	-0,3	-4,1	339,0	34,0	98,7	180,4	1,7	0,1	24,1
2008	71,7	12,4	44,9	12,4	-0,3	0,1	2,2	167,3	4,5	70,9	41,5	-0,3	-0,3	50,9
2008 4° trim.	36,8	8,5	26,1	-0,3	-0,1	-0,1	2,7	8,1	-2,3	-24,0	22,7	0,6	0,0	11,1
2009 1° trim. <sup>4)</sup>	-6,9	5,4	-18,9	7,7	0,5	0,0	-1,7	34,7	9,8	-71,7	57,3	2,1	0,0	37,2
2009 gen.	-1,0	15,4	-18,6	5,0	0,1	0,0	-2,9	-3,4	17,9	-58,2	28,6	0,5	0,0	7,8
feb.	-6,5	-7,3	-1,1	0,5	0,2	0,0	1,2	15,8	-0,3	-4,7	12,6	1,2	0,0	7,1
mar. <sup>4)</sup>	0,6	-2,6	0,9	2,1	0,2	0,0	0,1	22,2	-7,8	-8,9	16,1	0,5	0,0	22,3
<b>Variazioni percentuali</b>														
2006 dic.	5,9	2,9	9,0	5,4	-20,4	-	21,2	28,1	19,4	36,6	38,7	2,6	-	4,0
2007 dic.	5,9	1,1	17,5	6,4	-25,3	-	-16,4	29,9	12,0	39,7	38,5	16,4	-	19,1
2008 set.	7,1	10,8	38,9	3,2	-20,3	-	-3,1	17,3	-3,3	45,3	15,5	-11,7	-	16,1
dic.	10,3	17,3	62,1	2,4	-23,4	-	10,4	11,4	1,4	20,7	6,4	-2,3	-	34,6
2009 gen.	6,5	18,5	26,0	3,1	-18,1	-	-20,2	9,2	1,2	6,7	10,0	-2,3	-	25,3
feb.	6,8	26,2	24,4	2,6	-12,6	-	-13,7	10,0	5,8	-1,6	12,9	14,8	-	28,3
mar. <sup>4)</sup>	4,3	8,8	13,8	2,4	-3,4	-	-2,2	9,4	-1,9	-3,4	13,7	6,4	-	39,1

### F9 Depositi totali per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

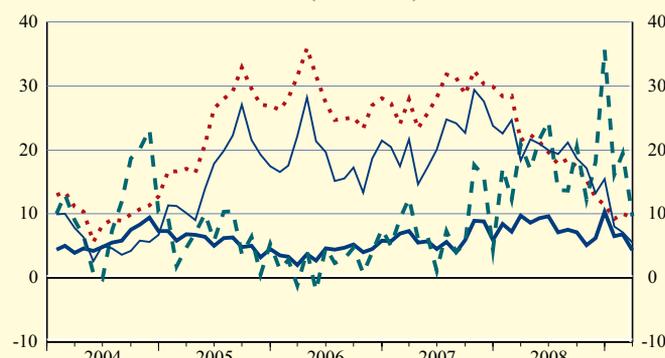
- società di assicurazione e di fondi pensione (totale)
- ..... altri intermediari finanziari (totale)



### F10 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



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.

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

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

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

	Società non finanziarie							Famiglie <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Consistenze</b>														
2006	1.352,7	855,0	361,3	69,4	40,9	1,3	24,8	4.551,7	1.751,4	668,9	607,4	1.354,3	99,8	70,0
2007	1.488,8	888,9	485,3	59,6	29,9	1,4	23,7	4.990,6	1.778,9	993,3	561,6	1.458,6	111,1	87,1
2008 3° trim.	1.517,4	879,9	520,8	64,2	26,0	1,4	25,1	5.203,5	1.751,0	1.270,4	525,1	1.446,0	103,0	108,0
4° trim.	1.517,2	889,9	509,5	64,6	28,3	1,3	23,7	5.374,1	1.814,6	1.350,2	521,7	1.490,1	113,7	83,7
2009 gen.	1.494,4	884,0	488,2	67,1	32,4	1,3	21,3	5.443,8	1.859,0	1.335,8	523,0	1.535,0	114,4	76,6
feb.	1.480,0	868,2	483,4	68,6	35,8	1,3	22,7	5.453,1	1.883,4	1.309,4	522,8	1.553,3	114,3	69,9
mar. <sup>(p)</sup>	1.488,8	879,0	479,8	70,3	38,7	1,3	19,7	5.451,3	1.899,9	1.280,9	524,5	1.569,6	114,9	61,4
<b>Transazioni</b>														
2006	143,0	86,8	56,0	3,5	-3,6	0,1	0,1	215,1	65,6	137,5	-23,0	2,4	15,3	17,2
2007	140,2	34,1	126,8	-8,1	-10,8	-0,7	-1,1	282,9	22,4	320,9	-45,4	-43,2	11,2	17,1
2008	8,9	-4,6	14,2	3,2	-3,6	-0,3	0,0	351,4	28,5	335,7	-39,2	28,1	1,7	-3,4
2008 4° trim.	-2,1	9,0	-12,6	0,6	2,3	-0,1	-1,4	166,9	63,1	76,8	-3,2	44,0	10,6	-24,4
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	-38,5	-16,2	-33,8	4,4	11,1	0,0	-3,9	40,8	64,0	-80,9	0,2	79,2	0,5	-22,2
2009 gen.	-39,4	-15,7	-27,7	2,2	4,1	0,0	-2,4	29,3	22,4	-29,0	-1,4	44,4	-0,1	-7,1
feb.	-13,6	-15,3	-4,8	1,6	3,4	0,0	1,4	10,3	24,4	-25,4	-0,3	18,4	-0,1	-6,6
mar. <sup>(p)</sup>	14,5	14,8	-1,4	0,5	3,5	0,0	-2,9	1,2	17,2	-26,5	1,9	16,4	0,6	-8,5
<b>Variazioni percentuali</b>														
2006 dic.	11,8	11,3	18,2	5,2	-8,1	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,6	0,2	18,1	32,6
2007 dic.	10,4	4,0	35,1	-11,7	-26,3	-31,6	-4,4	6,1	1,3	47,7	-7,5	-3,3	11,2	24,4
2008 set. dic.	5,8	3,0	14,7	-2,7	-23,2	-17,3	3,0	6,6	-0,6	40,8	-7,0	-1,0	-5,2	28,6
	0,6	-0,5	3,0	5,3	-11,4	-15,8	0,0	7,0	1,6	33,2	-7,0	1,9	1,5	-3,9
2009 gen.	1,6	2,8	-1,2	9,1	6,3	-17,2	-4,5	7,0	4,1	24,7	-6,5	4,8	1,5	-16,5
feb.	-0,4	1,8	-6,4	10,9	20,7	-11,0	-2,7	7,0	6,4	19,4	-5,7	6,1	2,2	-27,1
mar. <sup>(p)</sup>	-0,7	1,3	-6,8	12,2	31,4	-9,5	-13,8	6,5	6,7	15,1	-4,5	6,9	4,7	-35,7

### F11 Depositi totali per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

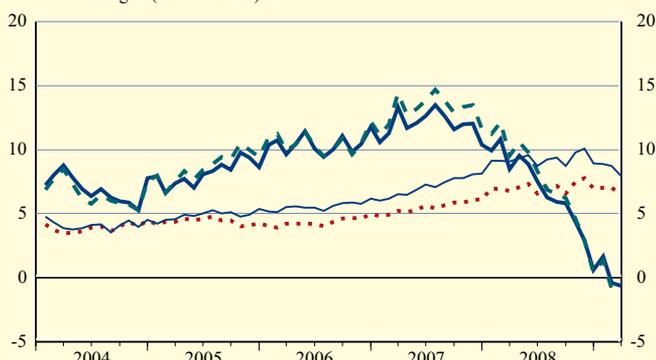
— società non finanziarie (totale)  
 ..... famiglie (totale)



### F12 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

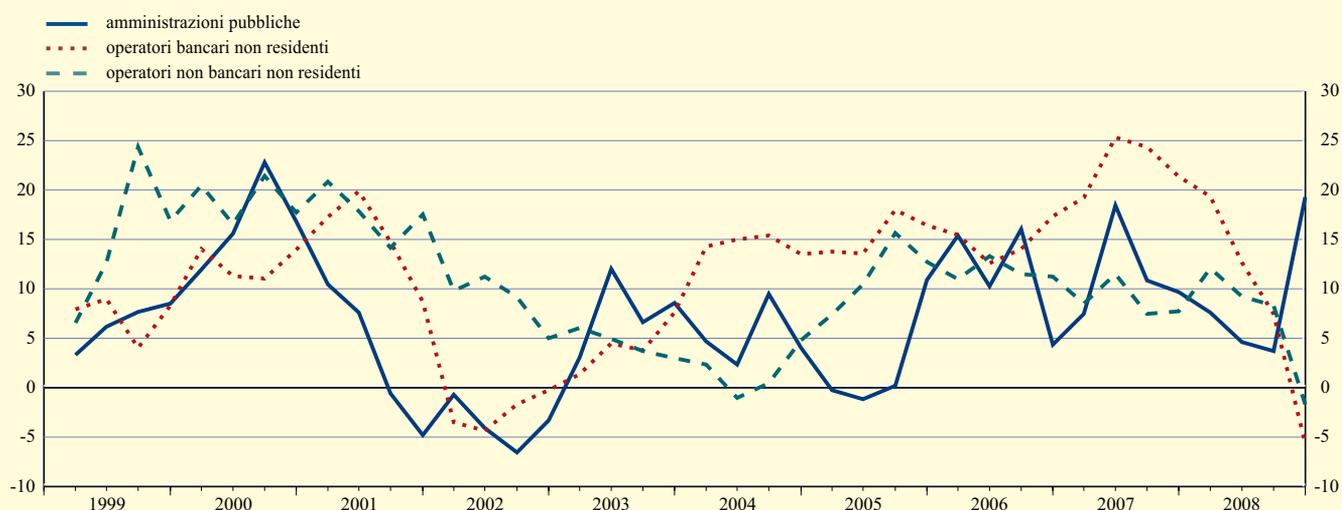
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2006	329,6	124,1	45,4	91,4	68,8	3.430,0	2.561,5	868,6	128,5	740,1
2007	374,8	126,9	59,0	108,5	80,4	3.857,3	2.948,7	908,8	143,3	765,5
2008 1° trim.	377,1	139,5	49,6	108,6	79,3	4.039,6	3.079,4	960,2	131,0	829,2
2° trim.	412,3	156,0	56,4	113,5	86,4	4.020,6	3.041,3	979,3	129,3	850,1
3° trim.	401,7	139,9	61,7	114,4	85,7	4.145,6	3.142,2	1.003,4	141,8	861,6
4° trim. <sup>(p)</sup>	445,1	190,7	52,3	116,2	85,8	3.714,7	2.813,5	900,0	67,5	832,4
<b>Transazioni</b>										
2006	13,6	-24,6	7,0	7,6	23,6	475,9	387,2	88,7	6,6	82,1
2007	31,9	-3,1	13,6	9,8	11,6	610,6	543,8	67,1	20,2	46,9
2008 <sup>(p)</sup>	72,3	63,4	-6,5	8,5	6,8	-183,5	-168,3	-16,7	-36,2	19,5
2008 1° trim.	2,1	12,5	-9,3	0,0	-1,1	277,6	219,4	57,9	-8,5	66,4
2° trim.	35,2	16,1	6,8	4,9	7,4	-16,6	-36,1	19,5	-1,8	21,3
3° trim.	-10,8	-16,0	5,2	0,8	-0,8	-15,4	-16,8	1,4	8,8	-7,4
4° trim. <sup>(p)</sup>	45,9	50,8	-9,2	2,9	1,3	-429,0	-334,8	-95,5	-34,8	-60,7
<b>Variazioni percentuali</b>										
2006 dic.	4,3	-16,6	18,4	9,3	52,1	15,7	17,3	11,2	5,3	12,4
2007 dic.	9,7	-2,4	29,9	10,7	16,9	17,9	21,4	7,8	15,8	6,4
2008 mar.	7,6	-3,8	18,1	13,2	16,4	17,6	19,4	12,1	5,5	13,2
giu.	4,6	-12,1	28,9	10,5	21,0	11,9	12,6	9,2	-0,2	10,8
set.	3,7	-6,8	2,9	8,3	18,9	7,7	7,5	8,3	-1,2	10,1
dic. <sup>(p)</sup>	19,3	49,9	-11,0	7,8	8,5	-4,7	-5,7	-1,7	-25,2	2,7

**F13 Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro <sup>2)</sup>**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Il termine "banche", riferito a entità non residenti nell'area dell'euro, viene utilizzato in questa tavola per indicare istituzioni di natura simile alle IFM.

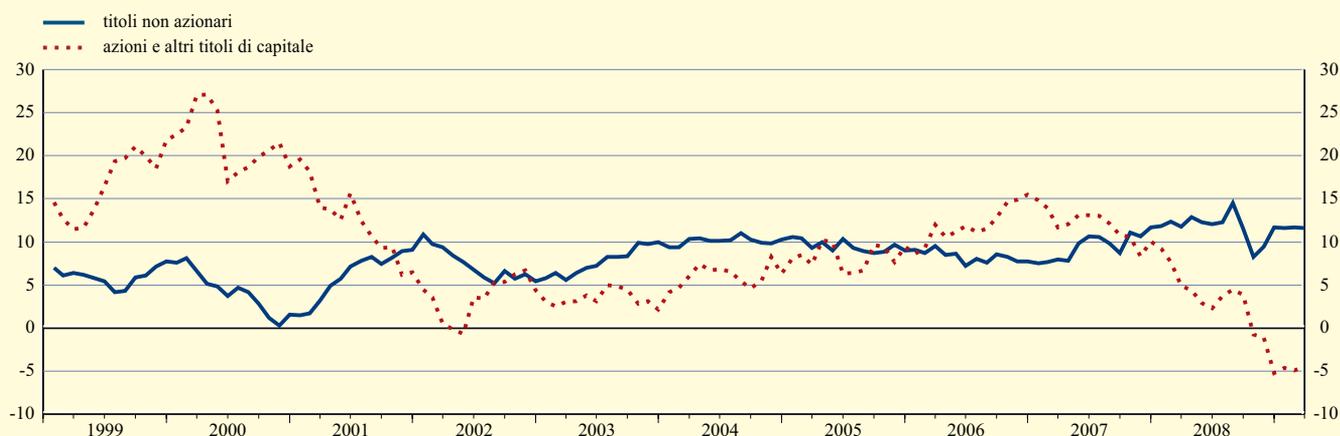
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1), 2)</sup>

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
2006	4.671,3	1.564,7	72,3	1.262,7	16,1	615,7	30,1	1.109,8	1.465,0	372,7	798,7	293,6
2007	5.124,7	1.656,3	84,0	1.180,3	16,6	919,6	33,3	1.234,6	1.636,5	424,5	869,3	342,7
2008 3° trim.	5.515,8	1.803,6	102,0	1.179,8	15,6	1.056,9	49,4	1.308,5	1.605,7	452,1	864,0	289,5
4° trim.	5.869,9	1.895,4	96,1	1.225,1	19,1	1.344,4	51,2	1.238,6	1.480,0	422,6	777,7	279,8
2009 gen.	6.046,7	1.947,7	104,6	1.285,5	23,4	1.352,1	55,5	1.278,0	1.489,7	425,5	779,5	284,7
feb.	6.135,1	1.969,7	107,1	1.321,4	20,9	1.372,0	55,9	1.288,1	1.463,9	421,3	768,0	274,6
mar. <sup>(p)</sup>	6.123,9	1.987,0	103,5	1.367,2	20,5	1.394,1	50,8	1.200,9	1.458,6	422,4	765,2	271,0
<b>Transazioni</b>												
2006	340,2	123,6	10,7	-120,1	0,7	100,2	6,5	218,8	197,3	62,5	96,4	38,4
2007	543,9	136,1	18,0	-86,2	1,5	269,5	9,5	195,5	147,8	51,3	55,4	41,0
2008	600,5	225,4	9,7	37,0	1,7	287,5	15,8	23,4	-83,7	22,5	-55,7	-50,5
2008 4° trim.	217,2	91,7	-4,5	37,9	3,2	145,3	-0,9	-55,5	-85,4	-9,2	-70,2	-6,0
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	242,9	90,5	5,1	134,9	0,5	48,6	-2,5	-34,3	-4,3	1,5	-0,7	-5,0
2009 gen.	112,0	49,7	1,4	52,7	2,4	6,9	0,2	-1,3	21,6	5,1	10,2	6,3
feb.	88,9	25,1	2,3	36,8	-2,4	19,3	-0,1	7,9	-16,6	-2,4	-6,7	-7,5
mar. <sup>(p)</sup>	42,0	15,6	1,4	45,4	0,6	22,4	-2,6	-40,9	-9,2	-1,2	-4,2	-3,8
<b>Variazioni percentuali</b>												
2006 dic.	7,7	8,5	16,5	-8,7	4,4	19,2	25,6	24,2	15,5	20,1	13,6	15,1
2007 dic.	11,7	8,7	25,3	-6,8	10,7	43,3	33,4	17,7	10,0	13,7	6,9	13,9
2008 set.	11,5	11,1	24,2	-1,8	6,5	31,6	46,0	10,0	3,8	11,0	7,9	-14,6
dic.	11,7	13,5	12,1	3,1	8,5	31,4	48,2	1,9	-5,2	5,3	-6,6	-15,3
2009 gen.	11,6	14,6	5,0	6,2	16,4	31,3	35,7	-1,6	-4,6	5,3	-6,5	-12,8
feb.	11,7	14,1	5,9	9,4	18,9	30,0	36,6	-2,9	-4,9	2,6	-5,3	-14,2
mar. <sup>(p)</sup>	11,6	14,8	10,7	12,6	15,9	30,3	-2,5	-6,5	-4,5	0,1	-6,0	-7,0

## F14 Disponibilità in titoli delle IFM <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
2006	-13,2	-3,5	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7
2007	-12,5	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2008	-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
2009 gen.	-1,8	-0,8	-0,3	-0,6	-1,3	-0,9	-0,5
feb.	-1,4	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,1	-0,3
mar. <sup>3)</sup>	-1,6	-0,5	-0,3	-0,7	-0,9	-0,3	-0,6

**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	-12,2	0,7	-0,3	-10,6	-0,4	-0,5	-0,2	-0,8	28,9	3,4	17,3	8,2
2007	-14,2	-3,3	0,1	-0,3	-0,2	-3,2	-0,6	-6,7	27,6	3,8	11,7	12,1
2008	-59,3	-10,7	0,0	4,5	0,0	-23,0	1,1	-31,2	-58,0	-8,5	-43,6	-5,9
2008 3° trim.	-2,7	-1,4	0,3	6,4	0,2	-3,1	0,0	-5,1	-12,0	-7,6	-8,4	4,0
4° trim.	-15,1	-2,7	0,1	6,9	0,1	-13,0	2,1	-8,7	-25,9	-7,4	-14,8	-3,7
2009 gen.	-10,3	2,0	0,0	-3,2	0,0	-3,1	0,1	-6,1	-12,5	-3,9	-8,8	0,2
feb.	-4,1	-2,6	-0,1	-0,8	0,0	0,3	0,2	-1,1	-9,1	-1,7	-4,8	-2,6
mar. <sup>3)</sup>	-0,3	1,5	0,0	0,3	0,0	-0,4	0,0	-1,7	3,9	2,4	1,3	0,3

Fonte: BCE.

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

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

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

### 1. Depositi

	IFM <sup>3)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Residenti dell'area dell'euro														
2006	5.239,3	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.025,9	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007	6.085,8	92,1	7,9	4,8	0,4	1,1	1,0	9.012,4	96,4	3,6	2,2	0,4	0,1	0,5
2008 1° trim.	6.144,9	91,8	8,2	4,7	0,5	1,3	1,0	9.173,9	96,4	3,6	2,1	0,4	0,1	0,6
2° trim.	6.284,2	91,6	8,4	5,0	0,4	1,4	1,0	9.399,0	96,4	3,6	2,1	0,5	0,1	0,5
3° trim.	6.746,8	89,4	10,6	6,9	0,4	1,5	1,0	9.487,6	96,2	3,8	2,2	0,5	0,1	0,6
4° trim. <sup>(p)</sup>	6.862,1	89,7	10,3	7,2	0,4	1,2	0,8	9.900,3	96,9	3,1	1,9	0,4	0,1	0,4
Non residenti dell'area dell'euro														
2006	2.561,5	45,4	54,6	35,0	2,3	2,7	11,5	868,6	50,8	49,2	31,9	1,3	2,0	10,4
2007	2.948,7	46,9	53,1	33,6	2,9	2,4	11,0	908,8	50,1	49,9	32,9	1,6	1,8	9,9
2008 1° trim.	3.079,4	48,2	51,8	32,8	2,9	2,6	10,5	960,2	52,4	47,6	31,9	1,4	1,8	8,7
2° trim.	3.041,3	46,6	53,4	33,8	3,0	2,7	10,6	979,3	51,9	48,1	31,8	1,2	1,7	9,3
3° trim.	3.142,2	45,8	54,2	35,2	3,2	2,7	9,8	1.003,4	52,6	47,4	30,3	1,3	1,5	10,3
4° trim. <sup>(p)</sup>	2.813,5	48,1	51,9	34,2	2,7	2,6	9,5	900,0	54,5	45,5	29,0	1,4	2,0	9,4

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

	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2006	4.470,8	80,6	19,4	10,0	1,6	1,9	3,5
2007	4.933,2	81,5	18,5	9,2	1,7	1,9	3,4
2008 1° trim.	4.978,1	82,2	17,8	8,8	1,8	1,9	3,2
2° trim.	5.133,1	82,1	17,9	8,8	1,7	1,8	3,5
3° trim.	5.168,7	81,9	18,1	8,9	1,9	1,8	3,3
4° trim. <sup>(p)</sup>	5.113,8	83,3	16,7	8,5	2,0	1,8	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 <sup>1), 2)</sup>**

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

**3. Prestiti**

	IFM <sup>3)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti nell'area dell'euro														
2006	4.938,0	-	-	-	-	-	9.943,7	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
2007	5.800,8	-	-	-	-	-	11.093,4	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6	
2008 1° trim.	5.848,0	-	-	-	-	-	11.392,7	96,1	3,9	1,8	0,2	1,0	0,5	
2° trim.	6.012,4	-	-	-	-	-	11.613,8	96,0	4,0	1,9	0,2	1,0	0,6	
3° trim.	6.355,5	-	-	-	-	-	11.779,4	95,8	4,2	2,1	0,2	1,0	0,5	
4° trim. <sup>(p)</sup>	6.318,1	-	-	-	-	-	11.737,9	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,4	
Non residenti nell'area dell'euro														
2006	2.070,6	50,9	49,1	28,7	2,0	2,3	11,0	861,2	39,3	60,7	43,1	1,1	4,0	8,6
2007	2.352,4	48,3	51,7	28,8	2,3	2,4	12,7	955,3	40,9	59,1	41,2	1,2	3,7	8,2
2008 1° trim.	2.407,3	48,4	51,6	27,8	2,9	2,8	12,4	1.015,9	43,0	57,0	39,1	1,3	4,2	7,8
2° trim.	2.312,2	46,5	53,5	29,2	2,3	2,9	12,7	1.008,8	43,0	57,0	38,3	1,1	4,0	8,7
3° trim.	2.461,8	42,7	57,3	33,2	2,9	2,6	12,4	1.063,9	41,4	58,6	40,5	1,5	3,9	8,0
4° trim. <sup>(p)</sup>	2.272,8	45,9	54,1	32,2	2,5	2,6	11,2	969,1	40,8	59,2	41,6	1,8	4,1	7,2

**4. Disponibilità in titoli non azionari**

	Emessi da IFM <sup>3)</sup>							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emessi da residenti nell'area dell'euro														
2006	1.636,9	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.924,6	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007	1.740,3	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.149,8	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008 1° trim.	1.819,2	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,4	2.225,8	97,2	2,8	1,9	0,3	0,1	0,4
2° trim.	1.897,8	94,8	5,2	2,6	0,4	0,3	1,6	2.310,4	97,3	2,7	1,8	0,3	0,1	0,5
3° trim.	1.905,6	94,6	5,4	2,9	0,4	0,3	1,5	2.301,7	97,2	2,8	1,9	0,3	0,1	0,4
4° trim. <sup>(p)</sup>	1.991,5	95,2	4,8	2,6	0,4	0,2	1,3	2.639,8	97,3	2,7	1,9	0,3	0,1	0,4
Emessi da non residenti nell'area dell'euro														
2006	515,3	52,3	47,7	28,8	0,7	0,4	14,5	594,5	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007	582,4	53,9	46,1	27,3	0,7	0,4	14,4	652,2	35,9	64,1	39,3	4,5	0,8	12,6
2008 1° trim.	637,5	50,9	49,1	30,1	0,8	0,6	14,4	629,5	38,1	61,9	36,7	5,8	0,9	11,4
2° trim.	664,8	50,3	49,7	30,6	0,7	0,5	14,8	627,4	38,6	61,4	36,9	5,8	0,8	10,4
3° trim.	645,1	51,1	48,9	30,7	0,8	0,5	14,2	663,4	37,2	62,8	38,1	6,4	0,9	10,5
4° trim. <sup>(p)</sup>	579,8	53,4	46,6	29,0	0,8	0,5	13,6	652,8	39,0	61,0	39,3	5,9	0,8	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 <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

### 1. Attività

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale 6	Quote di fondi d'investimento 7	Capitale fisso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
2007 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.	4.713,2	377,1	1.747,3	148,1	1.599,2	1.411,3	641,3	202,8	333,3
4° trim. <sup>(p)</sup>	4.242,6	349,7	1.704,3	132,1	1.572,2	1.133,6	566,0	196,3	292,7

### 2. Passività

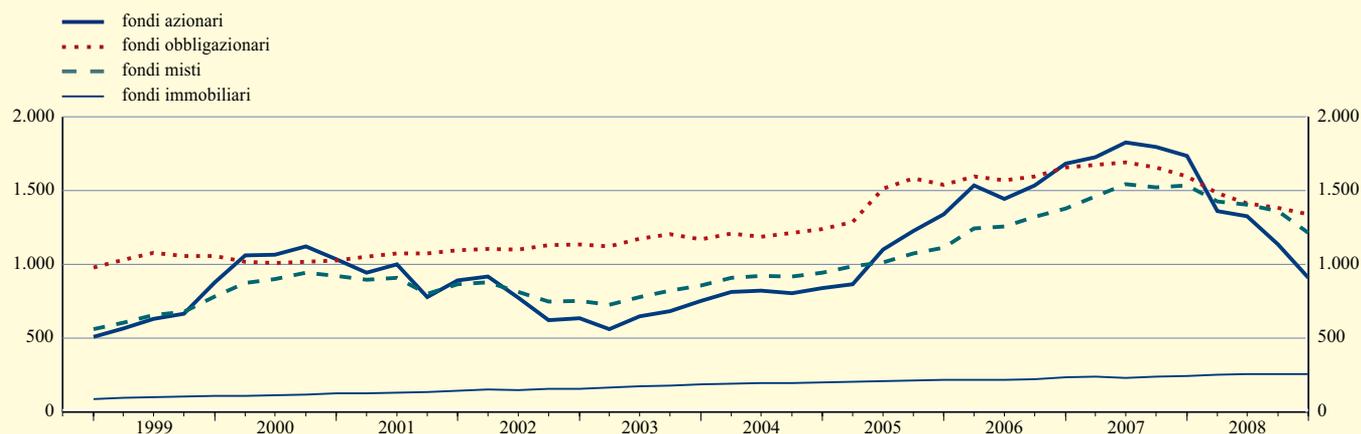
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
2007 3° trim.	5.892,8	78,5	5.496,8	317,5
4° trim.	5.781,3	76,8	5.411,5	293,0
2008 1° trim.	5.160,6	76,4	4.846,6	237,6
2° trim.	5.015,2	74,8	4.720,9	219,5
3° trim.	4.713,2	71,0	4.413,4	228,7
4° trim. <sup>(p)</sup>	4.242,6	63,7	3.993,8	185,1

### 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 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.	4.713,2	1.132,2	1.382,8	1.358,9	253,1	586,2	3.340,9	1.372,3
4° trim. <sup>(p)</sup>	4.242,6	908,7	1.339,2	1.210,7	254,1	529,9	2.961,6	1.281,0

## 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
<b>Fondi azionari</b>									
2007 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.	1.132,2	48,3	61,3	20,2	41,1	915,2	57,2	-	50,2
4° trim. (p)	908,7	36,8	65,7	19,4	46,3	715,8	47,2	-	43,3
<b>Fondi obbligazionari</b>									
2007 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.	1.382,8	128,7	1.073,6	67,9	1.005,6	55,7	41,3	-	83,5
4° trim. (p)	1.339,2	120,0	1.042,5	61,1	981,4	60,2	36,3	-	80,2
<b>Fondi misti</b>									
2007 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.	1.358,9	108,9	512,5	42,2	470,4	312,1	287,3	1,1	137,0
4° trim. (p)	1.210,7	110,2	495,3	34,0	461,3	244,0	235,7	1,2	124,3
<b>Fondi immobiliari</b>									
2007 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.	253,1	18,9	4,7	1,3	3,4	3,0	9,3	201,2	15,9
4° trim. (p)	254,1	14,3	4,8	1,1	3,7	14,5	6,8	194,6	19,1

**2. Fondi distinti per tipologia di investitore**

	Totale	Depositi	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
<b>Fondi aperti al pubblico</b>							
2007 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.	3.340,9	265,1	1.104,8	1.140,6	440,8	152,4	237,2
4° trim. (p)	2.961,6	242,8	1.054,5	934,7	381,4	142,8	205,5
<b>Fondi riservati a speciali categorie di investitori</b>							
2007 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.	1.372,3	112,0	642,5	270,7	200,5	50,5	96,1
4° trim. (p)	1.281,0	106,9	649,8	198,9	184,6	53,5	87,2

Fonte: BCE.

## 3

## CONTI DELL'AREA DELL'EURO

## 3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

(miliardi di euro)

Impieghi	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>4° trim. 2008</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						504,1
Saldo commerciale <sup>1)</sup>						-7,6
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.190,9	117,4	755,3	59,6	258,6	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	42,1	8,4	23,3	5,0	5,4	
Consumo di capitale fisso	339,2	91,2	193,0	11,2	43,8	
Margine operativo lordo e reddito misto <sup>1)</sup>	538,3	287,8	227,6	26,4	-3,5	
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto						4,6
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	878,3	57,6	298,0	456,1	66,6	135,6
Interessi	562,2	54,6	95,0	346,1	66,6	85,2
Altri redditi da capitale	316,1	3,0	203,0	110,0	0,0	50,4
Reddito nazionale netto <sup>1)</sup>	2.010,7	1.679,9	51,1	33,9	245,8	
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	318,5	252,3	53,2	12,6	0,4	1,4
Contributi sociali	447,0	447,0				1,0
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	438,2	1,4	15,9	28,3	392,5	0,6
Altri trasferimenti correnti	204,9	76,3	26,2	50,3	52,0	8,5
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	48,1	34,9	11,5	0,9	0,7	1,5
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	48,4			48,4		0,6
Altro	108,4	41,4	14,7	1,0	51,2	6,4
Reddito netto disponibile <sup>1)</sup>	1.980,4	1.435,6	-14,9	38,1	521,7	
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.836,0	1.315,9			520,1	
Spese per consumi individuali	1.627,3	1.315,9			311,4	
Spese per consumi collettivi	208,7				208,7	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	16,9	0,1	-0,2	17,0	0,0	0,0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero <sup>1)</sup>	144,4	136,5	-14,7	21,1	1,5	24,4
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	508,0	156,6	257,3	15,4	78,8	
Investimenti fissi lordi	505,4	153,2	258,1	15,3	78,8	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	2,6	3,4	-0,8	0,0	0,0	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0,0	-1,9	1,9	0,2	-0,2	0,0
Trasferimenti in conto capitale	56,7	9,4	2,8	3,3	41,2	6,6
Imposte in conto capitale	6,0	5,8	0,2	0,0	0,0	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	50,7	3,6	2,6	3,3	41,2	6,6
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) <sup>1)</sup>	-20,6	79,0	-53,9	17,6	-63,2	20,6
Discrepanza statistica	0,0	18,5	-18,5	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
<b>4° trim. 2008</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						496,5
<i>Saldo commerciale</i>						
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.110,5	504,8	1.199,2	102,2	304,4	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	241,1					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	2.351,7					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>						
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto	538,3	287,8	227,6	26,4	-3,5	
Redditi da lavoro dipendente	1.192,7	1.192,7				2,8
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	290,7				290,7	-7,5
Redditi da capitale	867,3	257,0	121,5	463,6	25,2	146,6
Interessi	543,8	81,9	50,6	401,1	10,3	103,6
Altri redditi da capitale	323,4	175,2	70,8	62,5	14,9	43,0
<i>Reddito nazionale netto</i>						
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto	2.010,7	1.679,9	51,1	33,9	245,8	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	319,4				319,4	0,4
Contributi sociali	446,9	1,1	17,8	45,9	382,2	1,1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	435,6	435,6				3,2
Altri trasferimenti correnti	176,4	96,0	11,7	49,6	19,1	37,0
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	48,4			48,4		1,2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	47,4	37,0	9,3	0,7	0,3	1,6
Altro	80,6	59,0	2,4	0,5	18,7	34,1
<i>Reddito netto disponibile</i>						
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile	1.980,4	1.435,6	-14,9	38,1	521,7	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	16,9	16,9				0,0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	144,4	136,5	-14,7	21,1	1,5	24,4
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	339,2	91,2	193,0	11,2	43,8	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	60,5	15,4	29,8	4,1	11,2	2,8
Imposte in conto capitale	6,0				6,0	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	54,5	15,4	29,8	4,1	5,2	2,8
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>						
Discrepanza statistica						

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

(miliardi di euro)

Attività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>4° trim. 2008</b>								
<b>Bilancio di apertura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		16.877,0	14.668,4	23.703,7	10.013,8	6.117,4	2.950,0	15.381,0
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				221,5				
Banconote, monete e depositi		5.910,6	1.806,9	2.572,0	1.707,6	838,3	572,8	4.491,2
Titoli di debito a breve termine		70,7	90,4	139,9	382,2	346,7	26,7	743,8
Titoli di debito a lungo termine		1.275,6	198,4	3.974,9	1.748,8	2.010,8	281,6	2.924,7
Prestiti		64,6	2.516,2	12.867,3	1.958,4	357,7	384,1	1.798,9
<i>di cui a lungo termine</i>		47,5	1.358,5	9.644,5	1.542,4	290,5	327,0	.
Azioni e altre partecipazioni		4.093,8	6.923,8	1.810,7	3.999,4	2.110,1	1.146,5	4.719,9
Azioni quotate		736,3	1.522,8	562,2	1.848,6	535,4	311,4	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		1.935,6	5.056,0	1.009,6	1.543,7	465,6	697,1	.
Quote di fondi di investimento		1.421,9	344,9	238,9	607,1	1.109,1	137,9	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.210,5	141,3	2,1	0,0	141,4	3,4	155,0
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		251,2	2.991,4	2.115,4	217,4	312,4	534,9	547,4
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie</b>								
Totale delle transazioni attività finanziarie		127,8	191,0	90,2	-58,5	70,0	255,7	-313,4
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				-0,8				0,8
Banconote, monete e depositi		215,9	13,1	-186,0	37,0	38,0	58,7	-323,1
Titoli di debito a breve termine		-10,9	10,3	15,8	-52,4	-4,4	10,5	85,8
Titoli di debito a lungo termine		-26,7	27,8	165,9	-77,7	-1,6	35,1	-9,3
Prestiti		-0,6	71,5	-121,8	68,8	5,7	69,6	-8,5
<i>di cui a lungo termine</i>		-0,6	20,7	11,5	49,6	-2,2	38,4	.
Azioni e altre partecipazioni		-63,7	89,5	-68,9	-14,1	29,5	42,0	-62,7
Azioni quotate		-22,2	14,7	-31,6	15,1	-6,6	3,2	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		7,2	88,3	-24,2	11,9	14,8	45,8	.
Quote di fondi di investimento		-48,7	-13,6	-13,0	-41,1	21,3	-7,0	.
Riserve tecniche di assicurazione		21,6	-0,3	0,0	0,0	0,7	0,0	-2,3
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-7,9	-20,9	286,0	-20,1	2,1	39,7	5,7
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto delle altre variazioni: attività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		-552,5	-823,1	-109,9	-488,9	-174,0	-21,4	-203,8
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				1,1				
Banconote, monete e depositi		4,7	7,4	-7,4	51,5	-1,2	-1,8	-1,2
Titoli di debito a breve termine		-1,4	-3,5	-0,1	2,2	0,0	0,0	6,1
Titoli di debito a lungo termine		-38,0	-9,7	92,3	21,1	25,5	4,4	71,0
Prestiti		-0,2	-8,5	-14,9	-5,2	2,7	0,0	11,4
<i>di cui a lungo termine</i>		-0,2	-3,6	-14,6	2,5	0,7	0,2	.
Azioni e altre partecipazioni		-441,9	-866,5	-118,9	-563,6	-201,7	-22,1	-259,7
Azioni quotate		-123,8	-412,1	-54,6	-346,9	-102,2	-51,4	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-257,7	-427,5	-62,7	-183,0	-31,3	39,3	.
Quote di fondi di investimento		-60,4	-26,9	-1,6	-33,7	-68,1	-10,0	.
Riserve tecniche di assicurazione		-75,7	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,8
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		0,0	57,7	-62,0	5,1	0,5	-2,0	-30,4
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Bilancio di chiusura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		16.452,2	14.036,3	23.684,0	9.466,5	6.013,4	3.184,3	14.862,9
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				221,8				
Banconote, monete e depositi		6.131,2	1.827,4	2.378,7	1.796,1	875,1	629,8	4.166,9
Titoli di debito a breve termine		58,4	97,2	155,6	332,0	342,3	37,3	835,7
Titoli di debito a lungo termine		1.210,9	216,6	4.233,0	1.692,2	2.034,7	321,1	2.986,4
Prestiti		63,8	2.579,2	12.730,6	2.022,0	366,1	453,7	1.801,8
<i>di cui a lungo termine</i>		46,7	1.375,6	9.641,4	1.594,4	289,0	365,6	.
Azioni e altre partecipazioni		3.588,3	6.146,8	1.622,8	3.421,8	1.938,0	1.166,3	4.397,5
Azioni quotate		590,3	1.125,4	476,0	1.516,8	426,6	263,2	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		1.685,0	4.716,9	922,6	1.372,7	449,1	782,2	.
Quote di fondi di investimento		1.312,9	304,4	224,3	532,3	1.062,3	121,0	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.156,4	140,9	2,1	0,0	142,2	3,4	151,9
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		243,3	3.028,2	2.339,4	202,4	315,0	572,6	522,7
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								

Fonte: BCE.

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

(miliardi di euro)

Passività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicu- razione e fondi pensione	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>4° trim. 2008</b>								
<b>Bilancio di apertura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività		6.235,0	22.913,6	23.253,3	9.841,8	6.302,6	6.992,7	13.950,7
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			25,3	14.749,9	33,7	1,9	233,9	2.854,6
Titoli di debito a breve termine			277,5	384,6	128,9	9,4	710,6	289,4
Titoli di debito a lungo termine			434,4	2.839,5	1.977,6	27,2	4.461,8	2.674,1
Prestiti		5.572,1	8.018,8		1.867,3	206,6	1.227,5	3.054,7
<i>di cui a lungo termine</i>		5.240,8	5.435,2		837,9	74,6	1.031,4	
Azioni e altre partecipazioni			11.250,0	2.840,9	5.638,5	550,2	5,1	4.519,5
Azioni quotate			3.437,6	609,3	176,0	212,9	0,0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.812,4	1.072,6	1.044,2	336,5	5,1	
Quote di fondi di investimento				1.159,0	4.418,3			
Riserve tecniche di assicurazione		33,5	328,8	58,8	0,6	5.231,6	0,5	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		629,5	2.578,7	2.379,7	195,2	275,6	353,2	558,3
<i>Ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	-1.208,8	10.642,0	-8.245,1	450,3	171,9	-185,1	-4.042,7	
<b>Conto finanziario, transazioni in passività</b>								
Totale delle transazioni in passività		30,3	263,5	97,8	-47,2	33,6	318,9	-334,0
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,8	44,4	1,6	0,0	19,8	-212,8
Titoli di debito a breve termine			7,0	-58,9	-4,0	1,5	136,7	-27,5
Titoli di debito a lungo termine			7,4	-93,1	162,5	5,0	89,2	-57,7
Prestiti		35,8	134,5		-70,0	2,8	26,3	-44,5
<i>di cui a lungo termine</i>		34,8	113,8		-28,9	-2,4	38,5	
Azioni e altre partecipazioni			88,5	-7,9	-136,0	6,4	0,0	0,7
Azioni quotate			7,4	10,9	10,4	0,7	0,0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni			81,0	-5,2	43,9	5,6	0,0	
Quote di fondi di investimento				-13,6	-190,3			
Riserve tecniche di assicurazione		0,1	-0,1	3,6	0,0	16,2	0,0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		-5,6	25,4	209,5	-1,2	1,8	47,0	7,7
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	-20,6	97,5	-72,4	-7,6	-11,2	36,4	-63,2	20,6
<b>Conto delle altre variazioni: passività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		4,8	-1.152,1	-361,8	-435,2	-177,6	133,3	-385,9
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	47,5	0,0	0,0	0,0	4,6
Titoli di debito a breve termine			-2,4	2,3	-1,0	0,0	-0,9	5,3
Titoli di debito a lungo termine			8,4	7,4	22,6	0,0	141,1	-12,9
Prestiti		4,6	14,5		-27,2	3,4	0,0	-9,9
<i>di cui a lungo termine</i>		4,6	-0,8		-23,4	-0,2	-0,4	
Azioni e altre partecipazioni			-1.203,9	-385,9	-441,8	-66,5	-0,8	-375,4
Azioni quotate			-601,1	-245,1	-74,6	-48,5	0,0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni			-602,8	-146,9	-69,0	-18,0	-0,8	
Quote di fondi di investimento				6,1	-298,2			
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	0,0	0,0	0,0	-76,7	0,0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		0,2	31,3	-33,3	12,3	-37,9	-6,1	2,4
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	-181,0	-557,3	329,0	251,9	-53,7	3,6	-154,6	182,1
<b>Bilancio di chiusura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività finanziarie		6.270,0	22.024,9	22.989,3	9.359,4	6.158,5	7.444,9	13.230,8
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			26,1	14.841,9	35,3	1,9	253,7	2.646,4
Titoli di debito a breve termine			282,1	328,0	123,9	10,9	846,4	267,3
Titoli di debito a lungo termine			450,3	2.753,9	2.162,7	32,3	4.692,1	2.603,6
Prestiti		5.612,4	8.167,8		1.770,0	212,8	1.253,9	3.000,3
<i>di cui a lungo termine</i>		5.280,2	5.548,2		785,7	72,0	1.069,6	
Azioni e altre partecipazioni			10.134,5	2.447,1	5.060,7	490,0	4,3	4.144,8
Azioni quotate			2.843,9	375,1	111,9	165,2	0,0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.290,6	920,5	1.019,1	324,0	4,3	
Quote di fondi di investimento				1.151,5	3.929,8			
Riserve tecniche di assicurazione		33,6	328,7	62,4	0,6	5.171,1	0,5	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		624,0	2.635,4	2.555,9	206,2	239,6	394,0	568,4
<i>Ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	-1.410,3	10.182,2	-7.988,5	694,7	107,0	-145,1	-4.260,6	

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	1° trim. 2007- 4° trim. 2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	3.777,3	3.891,5	4.050,9	4.231,0	4.279,8	4.328,4	4.373,1	4.407,5
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	122,9	130,0	129,3	137,9	137,9	137,4	138,1	136,3
Consumo di capitale fisso	1.123,9	1.177,7	1.234,8	1.299,3	1.311,2	1.323,5	1.335,4	1.347,2
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i> <sup>1)</sup>	1.991,4	2.062,1	2.172,7	2.304,2	2.331,8	2.368,8	2.381,0	2.363,6
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	2.367,1	2.608,5	3.022,3	3.527,0	3.621,2	3.715,3	3.802,4	3.817,3
Interessi	1.250,3	1.342,8	1.635,4	2.002,2	2.083,2	2.158,1	2.231,6	2.257,6
Altri redditi da capitale	1.116,8	1.265,6	1.386,9	1.524,8	1.538,0	1.557,2	1.570,8	1.559,7
<i>Reddito nazionale netto</i> <sup>1)</sup>	6.694,2	6.939,1	7.275,5	7.639,6	7.705,1	7.769,7	7.821,9	7.818,1
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	883,7	933,3	1.025,2	1.108,5	1.124,7	1.135,8	1.137,3	1.118,9
Contributi sociali	1.430,0	1.472,4	1.534,7	1.594,4	1.610,2	1.626,4	1.643,6	1.658,6
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.455,9	1.499,8	1.550,2	1.594,3	1.607,4	1.622,3	1.641,2	1.658,1
Altri trasferimenti correnti	685,1	707,3	715,5	741,6	750,5	757,4	759,1	767,0
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	178,1	178,4	177,4	182,7	183,2	184,6	185,1	185,8
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	178,7	179,3	177,5	182,1	182,6	184,2	184,9	186,2
Altro	328,4	349,6	360,5	376,7	384,7	388,6	389,2	394,9
<i>Reddito netto disponibile</i> <sup>1)</sup>	6.618,4	6.852,2	7.184,1	7.546,2	7.606,7	7.670,2	7.725,2	7.717,2
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	6.084,6	6.327,4	6.594,0	6.845,0	6.913,6	6.989,0	7.061,8	7.101,7
Spese per consumi individuali	5.438,4	5.666,3	5.915,1	6.140,8	6.202,9	6.268,2	6.332,6	6.363,9
Spese per consumi collettivi	646,2	661,1	678,9	704,2	710,7	720,7	729,2	737,9
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	58,0	60,4	59,0	59,4	60,5	63,2	65,4	66,0
<i>Risparmio netto</i> <sup>1)</sup>	534,0	525,1	590,3	701,4	693,3	681,4	663,5	615,7
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.614,4	1.705,0	1.857,5	1.994,0	2.020,0	2.047,7	2.069,2	2.062,7
Investimenti fissi lordi	1.603,2	1.699,0	1.844,5	1.974,5	1.995,5	2.021,7	2.038,1	2.022,0
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	11,2	6,0	13,0	19,5	24,5	26,0	31,1	40,8
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-1,1	-0,1	0,5	-0,1	0,0	0,3	0,3	0,3
Trasferimenti in conto capitale	174,6	181,9	174,7	166,6	166,8	170,6	163,5	162,4
Imposte in conto capitale	29,9	24,4	22,5	23,8	23,4	23,6	23,9	23,6
Altri trasferimenti in conto capitale	144,7	157,5	152,1	142,9	143,4	147,0	139,6	138,8
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> <sup>1)</sup>	60,6	11,2	-18,3	21,0	-1,0	-27,8	-56,3	-87,4

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	1° trim. 2007- 4° trim. 2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	7.015,5	7.261,3	7.587,6	7.972,3	8.060,8	8.158,1	8.227,7	8.254,6
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	797,4	841,1	910,4	953,8	954,2	951,0	949,7	944,8
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	7.812,9	8.102,4	8.498,0	8.926,1	9.015,0	9.109,1	9.177,4	9.199,4
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>								
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto	1.991,4	2.062,1	2.172,7	2.304,2	2.331,8	2.368,8	2.381,0	2.363,6
Redditi da lavoro dipendente	3.784,8	3.897,9	4.057,4	4.238,0	4.287,2	4.335,7	4.380,4	4.414,6
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	934,9	983,8	1.050,8	1.098,3	1.097,1	1.093,3	1.093,0	1.085,9
Redditi da capitale	2.350,3	2.603,7	3.017,0	3.526,1	3.610,1	3.687,2	3.769,9	3.771,3
Interessi	1.217,0	1.315,8	1.608,8	1.964,4	2.036,6	2.103,2	2.172,4	2.192,2
Altri redditi da capitale	1.133,3	1.287,9	1.408,1	1.561,7	1.573,5	1.584,0	1.597,5	1.579,1
<i>Reddito nazionale netto</i>								
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto	6.694,2	6.939,1	7.275,5	7.639,6	7.705,1	7.769,7	7.821,9	7.818,1
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	886,8	937,1	1.030,1	1.116,1	1.132,1	1.143,4	1.144,8	1.126,6
Contributi sociali	1.429,1	1.471,7	1.533,9	1.593,6	1.609,3	1.625,5	1.642,8	1.657,8
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.448,2	1.492,0	1.541,9	1.584,9	1.597,9	1.612,7	1.631,7	1.648,3
Altri trasferimenti correnti	614,7	625,2	628,1	650,7	655,1	660,8	665,3	669,0
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	178,7	179,3	177,5	182,1	182,6	184,2	184,9	186,2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	176,0	177,0	174,7	179,8	180,3	181,6	182,0	182,8
Altro	260,1	268,9	275,8	288,8	292,2	295,0	298,5	300,0
<i>Reddito netto disponibile</i>								
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile	6.618,4	6.852,2	7.184,1	7.546,2	7.606,7	7.670,2	7.725,2	7.717,2
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	58,2	60,7	59,3	59,6	60,7	63,4	65,6	66,1
<i>Risparmio netto</i>								
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	534,0	525,1	590,3	701,4	693,3	681,4	663,5	615,7
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.123,9	1.177,7	1.234,8	1.299,3	1.311,2	1.323,5	1.335,4	1.347,2
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	190,7	195,2	189,3	180,8	181,3	185,9	177,8	175,2
Imposte in conto capitale	29,9	24,4	22,5	23,8	23,4	23,6	23,9	23,6
Altri trasferimenti in conto capitale	160,8	170,8	166,7	157,1	158,0	162,3	153,9	151,6
<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	1° trim. 2007- 4° trim. 2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008
<b>Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Redditi da lavoro dipendente (+)	3.784,8	3.897,9	4.057,4	4.238,0	4.287,2	4.335,7	4.380,4	4.414,6
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.270,5	1.322,0	1.398,3	1.480,4	1.500,5	1.520,4	1.536,4	1.545,2
Interessi attivi (+)	233,3	229,8	266,4	302,0	311,0	321,1	330,4	332,2
Interessi passivi (-)	126,2	130,5	164,5	208,6	215,6	222,4	228,7	227,2
Altri redditi da capitali attivi (+)	667,1	716,3	758,0	797,1	799,3	802,9	807,3	797,3
Altri redditi da capitali passivi (-)	9,2	9,5	9,6	9,9	9,9	10,1	9,9	9,8
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc. (-)	707,3	739,8	792,7	851,5	865,5	879,0	885,8	887,5
Contributi sociali netti (-)	1.426,3	1.468,4	1.530,6	1.590,2	1.605,9	1.622,3	1.639,4	1.654,5
Prestazioni sociali nette (+)	1.443,3	1.486,8	1.536,5	1.579,3	1.592,3	1.607,1	1.626,1	1.642,7
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	63,4	66,0	66,1	69,1	69,0	72,0	73,5	74,4
<b>= Reddito lordo disponibile</b>	<b>5.193,4</b>	<b>5.370,7</b>	<b>5.585,1</b>	<b>5.805,8</b>	<b>5.862,3</b>	<b>5.925,5</b>	<b>5.990,2</b>	<b>6.027,4</b>
Spese per consumi finali (-)	4.489,8	4.669,5	4.869,9	5.053,2	5.105,3	5.155,9	5.208,2	5.226,8
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	57,8	60,3	58,9	59,6	60,6	63,2	65,2	65,6
<b>= Risparmio lordo</b>	<b>761,4</b>	<b>761,6</b>	<b>774,2</b>	<b>812,3</b>	<b>817,7</b>	<b>832,8</b>	<b>847,2</b>	<b>866,2</b>
Consumo di capitale fisso (-)	301,5	317,2	334,5	352,7	355,7	359,1	361,6	363,5
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	18,4	24,1	22,5	15,5	16,0	17,0	17,3	17,2
Altre variazioni nella ricchezza netta <sup>1)</sup> (+)	323,8	531,5	556,9	-3,2	-771,6	-1.156,7	-1.382,2	-1.901,1
<b>= Variazioni nella ricchezza netta<sup>1)</sup></b>	<b>802,1</b>	<b>999,9</b>	<b>1.019,0</b>	<b>472,0</b>	<b>-293,6</b>	<b>-665,9</b>	<b>-879,4</b>	<b>-1.381,1</b>
<b>Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	513,1	543,7	599,0	634,0	637,9	637,9	637,4	632,2
Consumo di capitale fisso (-)	301,5	317,2	334,5	352,7	355,7	359,1	361,6	363,5
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	214,3	206,2	305,8	422,1	444,8	422,7	427,8	435,7
Banconote, monete e depositi	212,7	246,9	284,1	349,4	385,0	386,4	391,5	436,8
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-7,1	-20,2	0,9	40,0	34,0	10,5	13,5	-9,6
Titoli di debito <sup>2)</sup>	8,7	-20,5	20,9	32,7	25,8	25,8	22,8	8,5
Attività a lungo	336,5	421,7	347,5	188,1	121,1	129,9	72,7	12,2
Depositi	28,5	-4,8	0,8	-26,5	-35,6	-36,6	-40,2	-30,3
Titoli di debito	64,8	1,1	74,2	9,0	29,2	63,2	65,5	20,8
Azioni e altre partecipazioni	-9,4	132,5	-38,8	-61,6	-119,4	-122,1	-161,4	-152,5
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	-18,9	66,0	-14,0	12,1	-18,2	-7,2	-20,4	-10,0
Quote di fondi comuni di investimento	9,5	66,5	-24,8	-73,7	-101,2	-114,9	-141,0	-142,5
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	252,7	292,9	311,3	267,2	246,9	225,4	208,8	174,2
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	307,6	390,6	392,8	346,5	313,7	284,8	247,5	196,1
di cui da IFM dell'area dell'euro	277,8	358,5	347,4	281,5	249,1	196,5	181,0	78,9
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	281,7	448,4	505,6	-27,9	-694,8	-1.018,9	-1.112,5	-1.498,7
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	48,9	105,5	54,7	-2,0	-79,9	-127,9	-176,4	-244,1
Flussi netti restanti (+)	16,6	-17,7	-66,3	-43,2	-53,3	-65,8	-119,1	-158,8
<b>= Variazioni nella ricchezza netta<sup>1)</sup></b>	<b>802,1</b>	<b>999,9</b>	<b>1.019,0</b>	<b>472,0</b>	<b>-293,6</b>	<b>-665,9</b>	<b>-879,4</b>	<b>-1.381,1</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	4.271,5	4.486,3	4.748,0	5.208,5	5.362,0	5.483,0	5.539,3	5.712,6
Banconote, monete e depositi	3.925,6	4.174,1	4.454,2	4.844,2	4.937,2	5.055,3	5.104,9	5.313,7
Partecipazioni in fondi comuni monetari	309,9	296,4	257,6	296,0	347,0	346,5	348,7	327,4
Titoli di debito <sup>2)</sup>	36,1	15,9	36,2	68,3	77,9	81,2	85,7	71,5
Attività a lungo	9.919,9	10.921,0	11.878,2	12.004,2	11.349,8	11.087,5	10.669,2	10.082,4
Depositi	893,9	944,8	945,1	882,5	829,0	818,8	805,6	817,5
Titoli di debito	1.218,9	1.196,6	1.281,1	1.292,5	1.315,0	1.301,0	1.260,6	1.197,8
Azioni e altre partecipazioni	3.960,4	4.534,5	5.041,0	4.953,2	4.350,3	4.093,0	3.745,2	3.260,8
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	2.784,2	3.190,3	3.622,5	3.578,1	3.145,1	2.941,5	2.671,9	2.275,4
Quote di fondi di investimento	1.176,2	1.344,2	1.418,5	1.375,1	1.205,2	1.151,5	1.073,3	985,4
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	3.846,7	4.245,1	4.611,0	4.876,1	4.855,6	4.874,7	4.857,7	4.806,2
Restanti attività finanziarie (+)	121,5	87,8	64,1	23,0	6,8	1,8	5,6	-0,4
Passività (-)								
Prestiti	4.293,6	4.692,1	5.081,7	5.415,5	5.458,3	5.521,4	5.572,1	5.612,4
di cui da IFM dell'area dell'euro	3.812,5	4.201,0	4.545,1	4.814,6	4.850,2	4.875,6	4.926,2	4.888,3
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>10.019,3</b>	<b>10.803,0</b>	<b>11.608,6</b>	<b>11.820,2</b>	<b>11.260,4</b>	<b>11.050,9</b>	<b>10.642,0</b>	<b>10.182,2</b>

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

2) Passività monetarie delle IFM e delle amministrazioni centrali (ad esempio, Poste o Tesoro) verso le famiglie, incluse in M3 (cfr. Glossario).

**3.4 Società non finanziarie**

(miliardi di euro, flussi cumulati di quattro trimestri, consistenze a fine periodo)

	2004	2005	2006	1° trim. 2007- 4° trim. 2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008
<b>Reddito e risparmio</b>								
Valore aggiunto lordo (+)	4.017,0	4.156,5	4.353,6	4.591,2	4.642,9	4.699,1	4.737,0	4.737,7
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.397,6	2.469,6	2.580,2	2.705,0	2.739,5	2.769,2	2.798,2	2.818,3
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	65,7	73,1	75,6	81,7	82,6	82,6	83,8	82,5
= <b>Margine operativo lordo (+)</b>	1.553,8	1.613,7	1.697,9	1.804,5	1.820,8	1.847,2	1.855,1	1.836,9
Consumo di capitale fisso (-)	636,9	667,3	698,0	735,5	742,7	750,0	757,6	765,8
= <b>Margine operativo netto (+)</b>	916,9	946,5	999,9	1.069,0	1.078,1	1.097,2	1.097,4	1.071,1
Redditi da capitale attivi (+)	376,8	440,7	497,3	567,4	571,8	573,2	580,0	579,7
Interessi attivi	125,1	136,1	158,3	184,4	190,3	195,7	199,1	201,1
Altri redditi da capitale	251,8	304,6	339,1	382,9	381,5	377,4	380,9	378,5
Interest and rents payable (-)	226,4	236,4	278,8	332,6	347,5	361,3	375,3	386,1
= <b>Reddito lordo di impresa (+)</b>	1.067,4	1.150,8	1.218,4	1.303,8	1.302,3	1.309,1	1.302,1	1.264,7
Utili distribuiti (-)	773,7	876,9	945,8	1.007,1	1.015,7	1.022,0	1.030,2	1.012,9
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	135,4	148,6	187,6	208,8	210,2	208,4	203,6	185,4
Contributi sociali da riscuotere (+)	73,5	72,7	77,1	66,8	66,2	66,4	67,0	67,7
Prestazioni sociali da erogare (-)	60,4	60,6	62,5	64,4	64,7	64,3	64,1	63,9
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	59,9	61,6	64,4	55,0	55,0	56,7	56,7	56,3
= <b>Risparmio netto</b>	111,4	75,7	35,2	35,3	22,9	24,0	14,5	13,8
<b>Investimento, finanziamento e risparmio</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	226,3	253,7	304,4	356,3	367,8	381,2	391,8	374,7
Investimenti fissi lordi (+)	856,5	913,5	986,2	1.069,7	1.084,4	1.103,0	1.117,1	1.102,1
Consumo di capitale fisso (-)	636,9	667,3	698,0	735,5	742,7	750,0	757,6	765,8
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	6,6	7,4	16,1	22,1	26,1	28,2	32,3	38,3
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	104,0	128,2	164,1	161,8	163,7	124,1	95,4	52,7
Bancote, monete e depositi	89,2	113,6	146,2	154,9	127,8	116,4	90,2	17,2
Partecipazioni in fondi comuni monetari	16,1	8,3	2,6	-18,1	-10,0	-9,3	7,9	31,5
Titoli di debito	-1,3	6,2	15,4	24,9	45,9	16,9	-2,7	3,9
Attività a lungo	209,3	378,7	490,2	466,5	504,8	500,2	545,8	657,4
Depositi	-10,0	32,3	29,3	26,1	5,9	-22,4	8,6	16,1
Titoli di debito	-48,8	-34,2	-4,7	-48,5	-84,4	-103,5	-59,0	-31,5
Azioni e altre partecipazioni	200,2	244,2	259,6	315,8	354,4	370,4	346,6	364,2
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	67,9	136,4	206,0	173,1	228,9	255,7	249,6	308,5
Restanti attività nette (+)	48,4	85,5	145,0	200,6	110,7	44,8	-30,9	-103,6
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	207,6	443,8	760,2	801,3	784,5	728,4	716,7	653,5
di cui prestiti delle IFM dell'area dell'euro	164,8	264,5	448,9	558,9	592,1	562,6	515,7	422,0
di cui titoli di debito	9,8	14,0	39,0	40,7	39,7	16,8	36,0	39,6
Azioni e altre partecipazioni	203,3	265,5	236,6	283,0	274,1	231,4	201,9	241,6
Azioni quotate	11,7	101,3	39,1	42,0	22,4	-12,2	-28,5	1,7
Azioni non quotate e altre partecipazioni	191,5	164,1	197,5	241,0	251,7	243,6	230,4	239,9
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	65,7	61,1	71,7	66,3	66,3	69,9	71,7	70,2
= <b>Risparmio netto</b>	111,4	75,7	35,2	35,3	22,9	24,0	14,5	13,8
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.379,5	1.517,4	1.675,2	1.820,3	1.841,8	1.848,1	1.853,8	1.874,9
Bancote, monete e depositi	1.102,9	1.229,3	1.367,0	1.519,3	1.506,6	1.535,1	1.548,7	1.554,3
Partecipazioni in fondi comuni monetari	164,1	176,5	184,9	162,0	183,0	183,2	184,4	189,8
Titoli di debito <sup>1)</sup>	112,5	111,7	123,3	139,0	152,2	129,8	120,7	130,7
Attività a lungo	7.672,1	8.686,4	10.041,2	10.746,8	10.108,8	9.904,8	9.681,9	8.992,3
Depositi	157,0	199,0	222,5	265,8	249,4	235,3	258,2	273,1
Titoli di debito	328,6	280,9	277,3	229,7	174,1	160,7	168,1	183,0
Azioni e altre partecipazioni	5.433,6	6.308,6	7.451,5	7.968,8	7.288,1	7.036,3	6.739,4	5.956,9
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	1.753,0	1.897,9	2.089,9	2.282,6	2.397,2	2.472,5	2.516,2	2.579,2
Restanti attività nette	327,8	384,0	449,1	610,5	599,8	564,1	579,4	559,8
Passività								
Debito	6.582,9	7.063,4	7.799,9	8.558,9	8.714,2	8.923,5	9.059,6	9.228,9
di cui prestiti delle IFM dell'area dell'euro	3.160,8	3.429,3	3.868,0	4.404,9	4.545,5	4.668,6	4.761,1	4.828,6
di cui titoli di debito	651,5	674,3	691,9	695,4	696,5	702,0	712,0	732,4
Azioni e altre partecipazioni	9.591,1	10.940,8	12.874,9	13.808,7	12.454,3	12.014,5	11.250,0	10.134,5
Azioni quotate	2.995,0	3.692,4	4.468,8	4.985,6	4.204,2	3.976,5	3.437,6	2.843,9
Azioni non quotate e altre partecipazioni	6.596,0	7.248,4	8.406,1	8.823,1	8.250,2	8.038,0	7.812,4	7.290,6

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	1° trim. 2007- 4° trim. 2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008
<b>Conto finanziario, transazioni finanziarie</b>								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	39,5	25,5	64,4	87,4	109,1	102,5	88,6	106,9
Banconote, monete e depositi	13,2	7,2	11,0	6,4	32,7	35,8	32,1	59,1
Partecipazioni in fondi comuni monetari	2,7	-0,5	3,5	3,1	15,8	14,2	20,9	22,2
Titoli di debito <sup>1)</sup>	23,5	18,9	49,8	77,8	60,6	52,6	35,7	25,5
Attività a lungo	223,7	295,0	313,8	215,9	217,6	178,7	169,3	161,3
Depositi	36,9	17,2	76,7	51,6	27,9	16,0	0,9	-1,7
Titoli di debito	133,1	132,8	125,2	89,9	83,6	75,2	95,4	88,6
Prestiti	7,4	-4,1	2,6	-13,6	20,6	17,0	20,8	30,8
Azioni quotate	12,7	30,7	-1,5	-4,8	-2,3	-1,1	-8,8	-5,1
Azioni non quotate e altre partecipazioni	2,6	31,1	27,0	27,2	45,2	41,2	45,7	41,1
Quote di fondi comuni di investimento	30,9	87,2	83,9	65,6	42,7	30,4	15,4	7,4
Restanti attività finanziarie (+)	11,8	11,4	4,3	-26,1	-23,7	-19,3	-9,6	22,9
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	-1,7	-0,4	5,2	3,2	4,4	5,2	5,4	9,3
Prestiti	4,3	17,3	35,9	21,7	43,9	18,0	4,1	21,8
Azioni e altre partecipazioni	12,2	13,6	11,4	2,7	4,4	6,9	5,1	18,7
Riserve tecniche di assicurazione	262,6	334,3	322,0	292,0	273,3	255,8	240,4	197,3
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	231,0	292,1	308,2	282,0	262,4	239,6	219,6	178,0
Riserve premi e riserve sinistri	31,7	42,2	13,9	10,0	10,9	16,1	20,8	19,2
<b>= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni</b>	<b>-2,5</b>	<b>-32,8</b>	<b>7,9</b>	<b>-42,5</b>	<b>-23,0</b>	<b>-23,8</b>	<b>-6,6</b>	<b>44,0</b>
<b>Conto delle altre variazioni</b>								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)	110,7	190,7	181,2	-15,4	-226,4	-334,6	-401,6	-536,7
Azioni e altre partecipazioni	142,3	75,5	-34,4	-45,0	14,1	-3,5	-13,1	40,3
Altre attività nette								
Altre variazioni nelle passività (-)	21,3	118,3	34,5	-32,7	-91,8	-143,2	-137,8	-174,2
Azioni e altre partecipazioni	83,8	137,8	52,9	-3,3	-79,6	-128,3	-179,6	-245,5
Riserve tecniche di assicurazione	63,9	146,9	56,2	-2,8	-77,8	-125,4	-174,5	-239,6
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione								
Riserve premi e riserve sinistri	19,8	-9,1	-3,3	-0,4	-1,8	-2,9	-5,1	-5,8
<b>= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</b>	<b>148,0</b>	<b>10,1</b>	<b>59,4</b>	<b>-24,4</b>	<b>-40,9</b>	<b>-66,6</b>	<b>-97,3</b>	<b>-76,7</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	403,1	437,2	509,0	603,3	661,2	670,7	675,5	713,1
Banconote, monete e depositi	133,6	146,6	157,1	164,6	192,5	182,6	189,5	226,6
Partecipazioni in fondi comuni monetari	74,4	75,6	81,5	82,4	95,4	94,8	98,3	102,2
Titoli di debito <sup>1)</sup>	195,1	215,0	270,3	356,2	373,3	393,3	387,6	384,3
Attività a lungo	4.089,5	4.615,9	5.050,6	5.197,8	5.106,1	5.044,2	4.988,2	4.843,1
Depositi	500,4	524,7	602,1	650,5	649,2	653,5	648,7	648,5
Titoli di debito	1.615,0	1.774,2	1.845,5	1.888,9	1.942,4	1.921,4	1.969,9	1.992,7
Prestiti	348,5	353,4	351,2	331,8	359,5	355,6	357,7	366,1
Azioni quotate	587,2	653,3	724,5	708,1	613,2	594,1	535,4	426,6
Azioni non quotate e altre partecipazioni	349,2	403,1	480,8	511,1	488,7	473,4	465,6	449,1
Quote di fondi comuni di investimento	689,2	907,3	1.046,5	1.107,3	1.053,0	1.046,2	1.010,8	960,1
Restanti attività finanziarie (+)	139,4	176,8	204,5	173,8	191,6	177,5	176,2	215,7
Passività (-)								
Titoli di debito	22,3	21,3	35,9	35,2	35,8	36,6	36,7	43,2
Prestiti	118,5	136,2	167,6	187,1	221,4	211,2	206,6	212,8
Azioni e altre partecipazioni	497,7	629,6	675,5	645,5	595,3	564,2	550,2	490,0
Riserve tecniche di assicurazione	4.083,5	4.555,6	4.930,5	5.219,3	5.214,5	5.242,5	5.231,6	5.171,1
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	3.451,0	3.890,0	4.254,4	4.533,5	4.520,5	4.543,0	4.529,1	4.471,9
Riserve premi e riserve sinistri	632,5	665,6	676,2	685,8	694,0	699,4	702,5	699,2
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-90,0</b>	<b>-112,8</b>	<b>-45,5</b>	<b>-112,3</b>	<b>-108,2</b>	<b>-162,0</b>	<b>-185,1</b>	<b>-145,1</b>

Fonte: BCE.

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

## MERCATI FINANZIARI

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

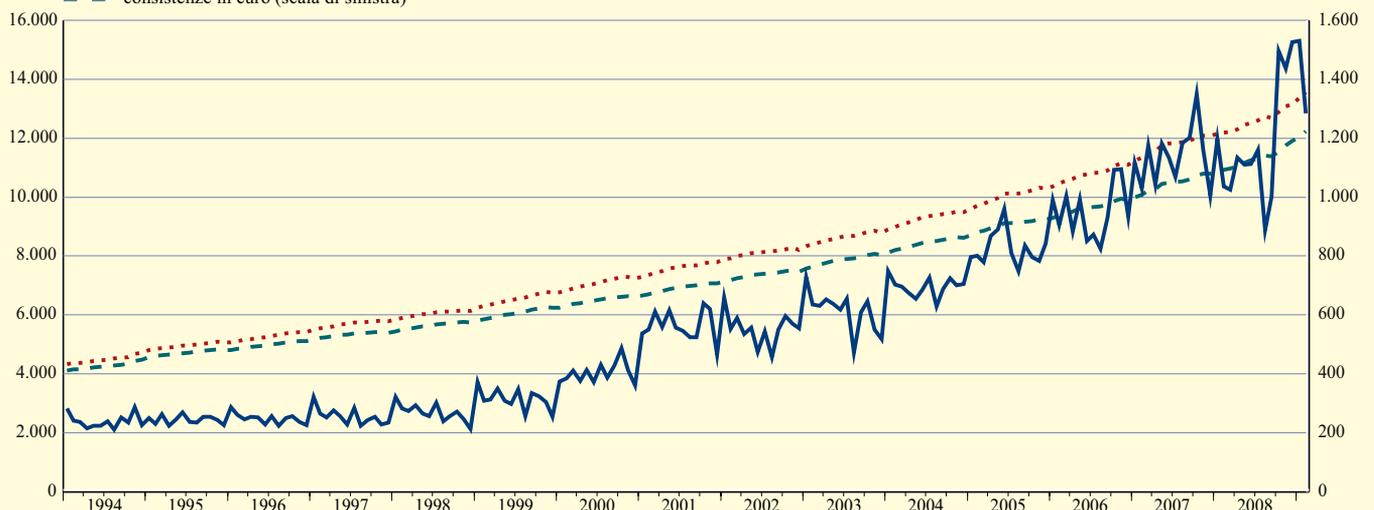
(miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro <sup>1)</sup>			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute			Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati <sup>2)</sup>	
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette		Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	<b>Totale</b>											
2008 feb.	13.017,1	1.027,0	82,5	10.917,8	968,4	72,5	12.196,0	1.036,6	76,1	8,0	45,5	6,9
mar.	13.122,6	1.073,2	104,5	10.964,4	968,8	45,4	12.216,3	1.024,5	43,6	7,1	20,0	6,1
apr.	13.172,6	1.160,6	50,0	11.029,8	1.069,0	65,3	12.294,8	1.133,6	77,0	7,1	57,9	5,0
mag.	13.351,5	1.126,7	177,8	11.169,2	1.036,8	138,4	12.457,9	1.110,8	153,1	6,7	98,1	5,8
giu.	13.487,1	1.155,7	135,9	11.243,7	1.040,4	74,9	12.528,6	1.112,9	81,2	6,8	88,0	5,6
lug.	13.499,0	1.138,0	10,6	11.300,7	1.072,4	55,2	12.603,5	1.159,4	74,6	7,1	96,8	6,8
ago.	13.625,9	880,0	123,9	11.409,6	815,3	106,1	12.734,6	889,0	111,8	7,8	162,8	8,8
set.	13.629,7	1.022,3	2,3	11.378,0	930,7	-32,9	12.695,5	1.001,9	-42,3	7,1	-13,5	8,2
ott.	13.727,3	1.454,3	97,5	11.528,4	1.417,4	150,1	12.893,6	1.494,9	145,2	7,0	103,3	8,9
nov.	13.945,4	1.422,3	218,7	11.755,7	1.370,0	228,1	13.086,7	1.437,5	213,8	8,1	199,7	10,5
dic.	14.129,6	1.535,6	187,8	11.906,9	1.447,7	155,1	13.158,3	1.525,2	141,7	9,5	273,3	13,6
2009 gen.	.	.	.	12.047,2	1.450,8	136,9	13.359,7	1.529,8	146,2	10,1	104,1	13,6
feb.	.	.	.	12.232,8	1.199,1	183,5	13.562,8	1.285,1	203,5	11,1	166,0	13,5
	<b>A lungo termine</b>											
2008 feb.	11.689,1	182,8	46,7	9.725,6	163,3	48,8	10.817,3	187,8	51,4	6,1	29,1	4,7
mar.	11.724,4	180,1	34,6	9.750,5	145,2	24,0	10.818,6	160,6	21,3	5,3	11,7	4,5
apr.	11.811,2	258,6	86,8	9.813,7	207,5	63,1	10.891,8	225,1	68,1	5,5	63,8	4,4
mag.	11.965,3	290,7	153,4	9.927,9	234,9	113,6	11.016,6	257,4	122,7	5,1	69,0	4,9
giu.	12.079,3	283,6	114,2	10.015,2	230,1	87,5	11.103,2	253,3	94,9	5,2	67,9	4,8
lug.	12.105,7	207,0	25,0	10.047,0	176,8	29,9	11.142,1	195,0	35,5	5,4	60,4	5,7
ago.	12.195,9	159,0	88,1	10.126,0	132,8	77,0	11.241,9	148,2	78,0	6,1	133,9	7,7
set.	12.185,7	183,5	-9,5	10.104,7	145,5	-20,4	11.226,1	158,5	-30,9	5,7	-16,9	7,1
ott.	12.209,6	198,7	24,7	10.140,2	182,5	36,1	11.318,1	195,2	30,6	5,3	22,8	6,3
nov.	12.384,9	275,4	174,4	10.315,9	253,9	175,0	11.473,9	262,5	165,9	6,3	145,9	7,7
dic.	12.562,6	361,3	179,0	10.486,5	327,3	172,2	11.567,5	338,8	152,7	7,3	181,0	9,7
2009 gen.	.	.	.	10.576,0	275,8	88,6	11.701,4	299,2	89,3	8,2	111,6	10,6
feb.	.	.	.	10.737,1	268,4	160,2	11.873,9	295,7	173,0	9,2	148,9	10,8

## F16 Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro

(miliardi di euro)

- emissioni lorde totali (scala di destra)
- ... consistenze totali (scala di sinistra)
- consistenze in euro (scala di sinistra)



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

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

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

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

### 1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde <sup>1)</sup>					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Totale</b>												
2007	12.072	5.048	1.510	654	4.534	327	1.138	841	59	109	116	12
2008	13.158	5.267	1.940	696	4.916	340	1.177	818	74	99	162	24
2008 1° trim.	12.216	5.091	1.524	659	4.625	317	1.086	787	38	92	150	19
2° trim.	12.529	5.232	1.629	670	4.677	320	1.119	787	69	102	140	20
3° trim.	12.696	5.268	1.697	681	4.726	324	1.017	691	54	97	147	27
4° trim.	13.158	5.267	1.940	696	4.916	340	1.486	1.006	136	107	209	28
2008 nov.	13.087	5.326	1.808	691	4.930	332	1.437	966	125	97	224	25
dic.	13.158	5.267	1.940	696	4.916	340	1.525	1.033	186	111	162	34
2009 gen.	13.360	5.341	1.967	710	5.004	337	1.530	1.017	83	105	269	56
feb.	13.563	5.407	2.022	718	5.078	338	1.285	874	82	82	225	23
<b>A breve termine</b>												
2007	1.288	788	36	100	345	18	946	755	18	101	64	9
2008	1.591	823	61	115	566	25	963	723	26	92	101	19
2008 1° trim.	1.398	820	49	111	407	11	906	701	21	88	83	14
2° trim.	1.425	836	51	111	415	11	874	666	21	92	77	17
3° trim.	1.469	827	62	111	457	13	850	615	25	92	94	24
4° trim.	1.591	823	61	115	566	25	1.220	911	38	95	152	23
2008 nov.	1.613	844	61	115	575	17	1.175	885	35	89	146	20
dic.	1.591	823	61	115	566	25	1.186	916	27	92	120	30
2009 gen.	1.658	864	38	108	630	19	1.231	906	18	82	178	47
feb.	1.689	887	38	103	642	19	989	749	16	66	140	18
<b>A lungo termine<sup>2)</sup></b>												
2007	10.783	4.260	1.473	553	4.189	309	191	86	41	8	52	3
2008	11.568	4.443	1.879	580	4.350	315	214	94	48	8	60	4
2008 1° trim.	10.819	4.271	1.475	548	4.219	306	180	86	17	4	67	5
2° trim.	11.103	4.396	1.577	559	4.262	309	245	120	48	10	64	3
3° trim.	11.226	4.441	1.635	570	4.270	311	167	76	29	5	53	3
4° trim.	11.568	4.443	1.879	580	4.350	315	266	95	97	11	57	5
2008 nov.	11.474	4.483	1.747	575	4.355	314	263	81	91	8	77	5
dic.	11.568	4.443	1.879	580	4.350	315	339	116	159	19	42	3
2009 gen.	11.701	4.477	1.929	602	4.375	318	299	111	65	23	91	9
feb.	11.874	4.520	1.984	615	4.436	319	296	124	66	15	85	6
<b>Di cui a lungo termine con tasso fisso</b>												
2007	7.325	2.263	594	420	3.797	250	107	44	10	5	45	3
2008	7.602	2.325	636	444	3.947	250	119	48	9	6	53	3
2008 1° trim.	7.303	2.260	587	412	3.798	246	110	43	4	3	56	3
2° trim.	7.471	2.347	605	424	3.846	248	145	66	11	9	56	2
3° trim.	7.528	2.370	619	432	3.859	248	101	42	7	3	47	2
4° trim.	7.602	2.325	636	444	3.947	250	120	42	13	10	53	2
2008 nov.	7.633	2.384	629	439	3.933	248	131	34	17	8	72	1
dic.	7.602	2.325	636	444	3.947	250	132	54	20	16	40	3
2009 gen.	7.703	2.348	664	466	3.974	251	213	76	27	23	82	6
feb.	7.829	2.382	691	479	4.027	250	203	76	32	15	76	4
<b>Di cui a lungo termine con tasso variabile</b>												
2007	3.004	1.621	861	123	342	58	69	31	30	3	4	0
2008	3.476	1.724	1.214	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	1.698	989	129	348	61	52	24	21	2	4	1
4° trim.	3.476	1.724	1.214	126	349	64	129	39	83	1	3	2
2008 nov.	3.362	1.726	1.090	128	354	64	116	36	73	1	3	3
dic.	3.476	1.724	1.214	126	349	64	182	41	138	2	2	1
2009 gen.	3.496	1.723	1.239	125	343	66	63	19	37	0	3	3
feb.	3.537	1.730	1.266	125	348	68	79	38	34	0	6	2

Fonte: BCE.

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

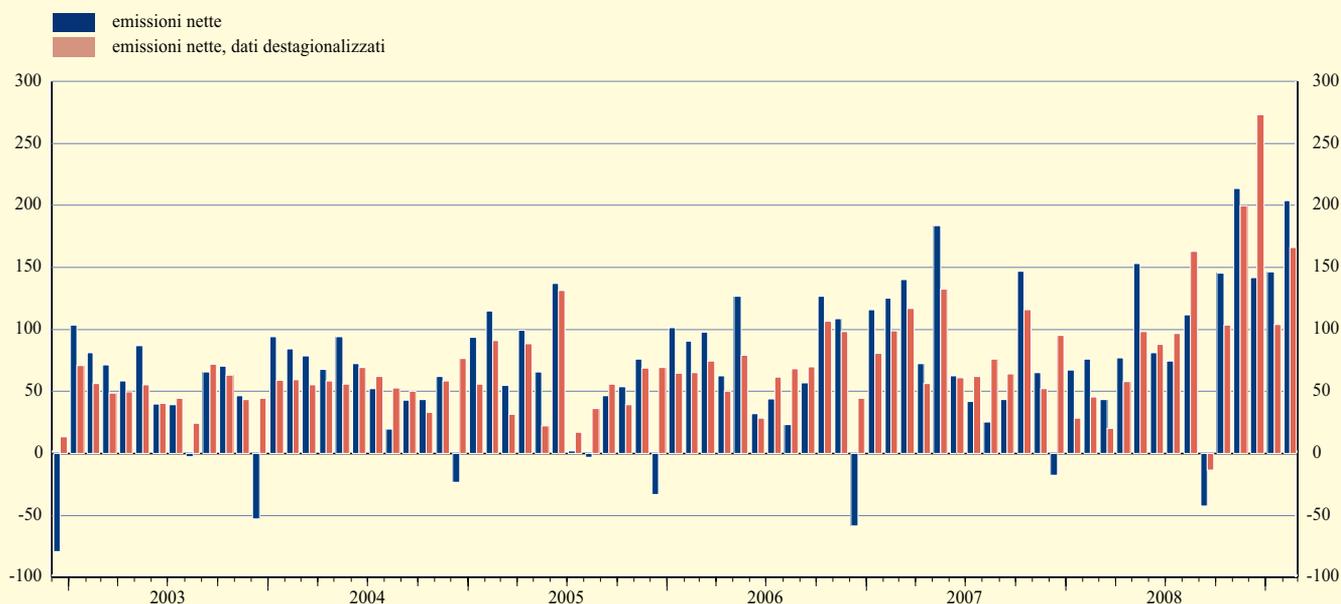
2) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

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

**2. Emissioni nette**

	Dati non destagionalizzati <sup>1)</sup>						Dati destagionalizzati <sup>1)</sup>					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2007	83,8	40,7	27,8	4,2	9,9	1,2	84,4	41,3	27,3	4,3	10,2	1,2
2008	95,2	23,1	35,8	3,8	31,4	1,1	96,7	23,2	35,1	3,9	33,3	1,1
2008 1° trim.	62,3	23,9	7,0	2,8	31,7	-3,1	31,3	4,7	16,7	2,2	11,2	-3,4
2° trim.	103,8	46,3	34,9	4,8	16,9	0,9	81,3	48,2	30,8	0,7	1,1	0,6
3° trim.	48,0	11,0	19,9	1,8	14,1	1,2	82,0	18,9	33,2	5,1	22,4	2,4
4° trim.	166,9	11,2	81,6	5,8	62,9	5,3	192,1	21,2	59,8	7,6	98,7	4,8
2008 nov.	213,8	35,5	74,6	4,9	97,0	1,9	199,7	42,0	64,9	5,5	88,4	-1,2
dic.	141,7	-15,8	143,8	11,2	-6,1	8,6	273,3	44,5	102,8	21,3	93,6	11,1
2009 gen.	146,2	41,0	18,2	9,3	80,9	-3,2	104,1	10,3	51,4	6,4	40,6	-4,8
feb.	203,5	67,2	54,5	7,8	73,3	0,8	166,0	47,9	54,3	7,9	55,7	0,1
	A lungo termine											
2007	61,9	23,9	27,1	2,4	7,8	0,7	61,6	24,1	26,7	2,4	7,8	0,7
2008	65,8	16,1	33,8	2,4	13,0	0,5	65,3	16,2	33,1	2,4	13,0	0,5
2008 1° trim.	24,3	11,9	2,9	-0,8	11,1	-0,7	18,5	2,8	12,3	1,6	2,5	-0,8
2° trim.	95,2	42,3	34,0	4,0	14,1	0,9	66,9	35,9	30,0	0,4	-0,2	0,7
3° trim.	27,5	7,5	16,4	2,4	0,7	0,5	59,2	15,3	29,1	4,0	9,2	1,6
4° trim.	116,4	2,6	81,9	4,3	26,1	1,5	116,6	10,7	61,1	3,7	40,5	0,5
2008 nov.	165,9	9,4	77,3	2,3	75,5	1,3	145,9	13,8	68,9	1,4	63,4	-1,7
dic.	152,7	-4,6	143,8	11,1	1,0	1,4	181,0	23,0	107,1	12,1	36,4	2,4
2009 gen.	89,3	9,1	41,4	16,7	19,2	2,9	111,6	9,7	73,3	20,7	5,2	2,7
feb.	173,0	44,6	54,3	12,8	60,9	0,4	148,9	24,6	54,3	14,8	54,7	0,5

**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.

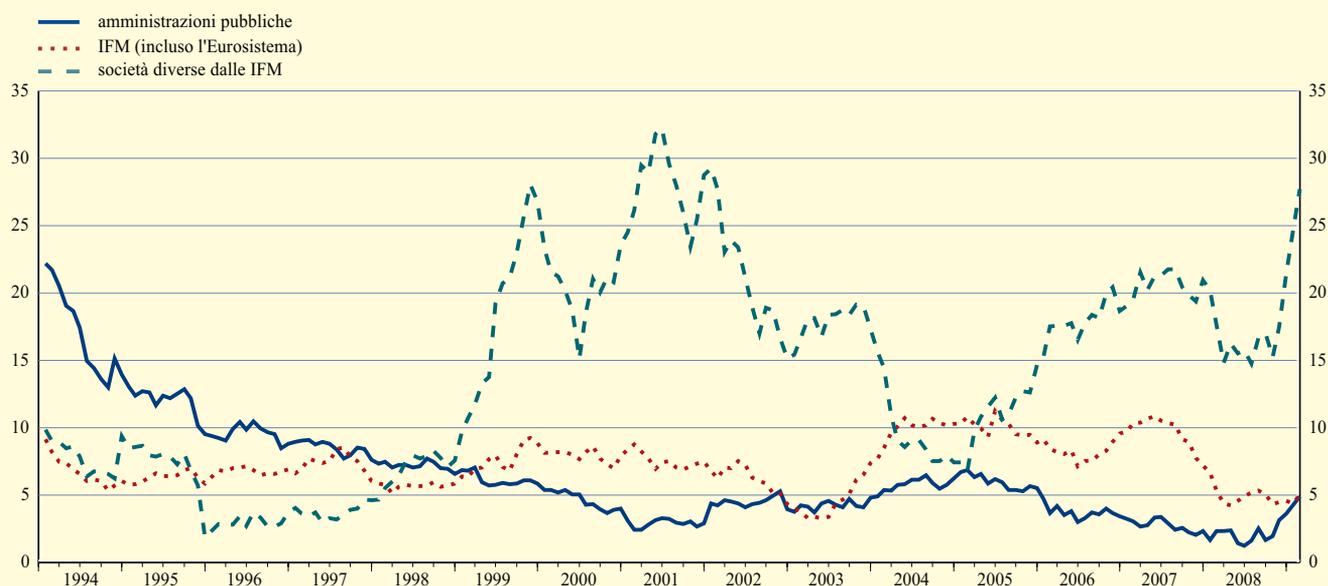
### 4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	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 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	23,0	3,4	1,4	2,1	5,6	6,3	20,2	2,7	1,6	-5,2
lug.	7,1	8,5	22,0	2,6	2,0	3,3	6,8	7,4	20,2	1,0	3,1	2,2
ago.	7,8	8,3	24,5	4,8	3,0	3,4	8,8	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	8,1	26,7	5,3	3,1	5,8
ott.	7,0	5,3	21,6	4,2	4,9	2,8	8,9	6,4	24,3	4,2	7,4	9,5
nov.	8,1	5,7	24,5	4,1	6,7	2,8	10,5	4,9	29,4	4,2	11,9	6,7
dic.	9,5	5,5	28,4	7,0	8,3	3,9	13,6	4,6	37,2	11,7	16,3	14,1
2009 gen.	10,1	5,3	30,4	6,8	9,5	5,3	13,6	3,2	41,7	12,7	16,8	8,5
feb.	11,1	6,3	32,5	7,8	10,0	6,4	13,5	3,5	38,1	13,3	17,0	6,1
	A lungo termine											
2008 feb.	6,1	5,3	22,6	6,2	2,4	1,9	4,7	2,9	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	17,4	0,3	2,0	3,0
ago.	6,1	5,3	22,2	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	19,8	3,7	2,0	1,4	6,3	5,9	22,0	3,0	1,8	5,0
nov.	6,3	4,4	23,1	3,1	3,3	1,3	7,7	4,4	28,0	1,9	5,2	2,2
dic.	7,3	4,5	27,5	5,3	3,7	2,1	9,7	3,6	37,2	8,5	7,2	4,1
2009 gen.	8,2	4,4	31,1	7,9	4,4	3,3	10,6	2,5	46,5	16,1	6,7	3,4
feb.	9,2	5,0	34,3	10,3	5,0	3,8	10,8	2,4	43,4	19,8	7,5	1,5

### 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.

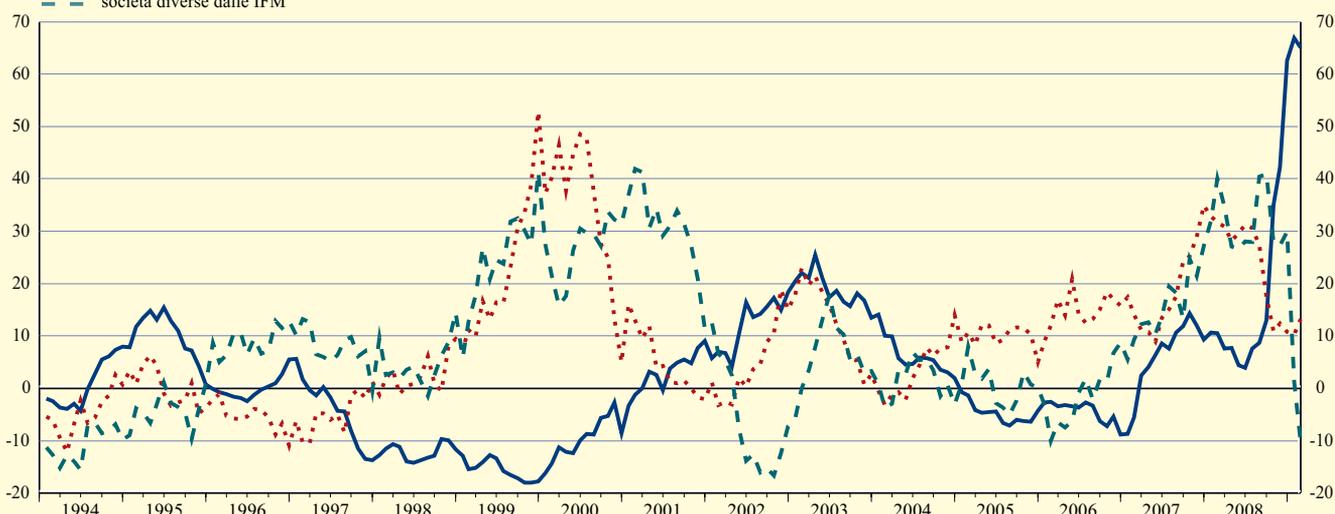
1) Per il calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono stati annualizzati.

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

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile						
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		
	13	14	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	
	15	16	17	18	21	22	23	24					
Tutte le valute													
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	34,4	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	13,0	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	13,1	5,6	35,1	4,5	1,8	10,2	
2008 set.	3,0	5,5	5,7	5,0	1,1	0,8	12,3	5,1	34,4	4,7	2,3	7,4	
ott.	2,7	4,6	3,4	3,9	1,7	-0,7	11,8	5,3	31,3	5,3	1,3	9,2	
nov.	3,4	4,2	4,9	3,2	3,0	-1,7	13,7	5,9	35,8	4,8	2,0	12,2	
dic.	4,1	4,0	6,8	6,6	3,8	-0,4	15,5	6,0	41,1	2,0	2,0	10,9	
2009 gen.	5,4	4,1	10,9	10,5	5,0	1,2	15,6	5,3	44,9	0,5	-1,9	10,0	
feb.	6,7	5,4	15,6	13,8	5,7	2,0	16,1	5,1	47,4	-0,1	-1,9	9,5	
Euro													
2007	4,6	6,5	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	-1,1	
3° trim.	3,0	5,4	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	15,4	7,6	37,7	5,2	2,0	9,2	
2008 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	6,2	1,5	8,3	
nov.	3,5	4,4	7,5	1,0	3,2	-2,3	16,1	8,0	38,6	5,5	2,2	11,4	
dic.	4,5	4,8	9,8	3,6	4,1	-1,0	18,3	8,5	43,9	2,3	2,1	9,7	
2009 gen.	5,8	5,2	13,7	7,7	5,2	0,6	18,5	8,0	47,9	0,7	-1,8	9,2	
feb.	7,2	6,6	19,3	10,9	5,9	1,4	19,0	7,5	50,4	0,0	-1,8	10,0	

**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 <sup>1)</sup>

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

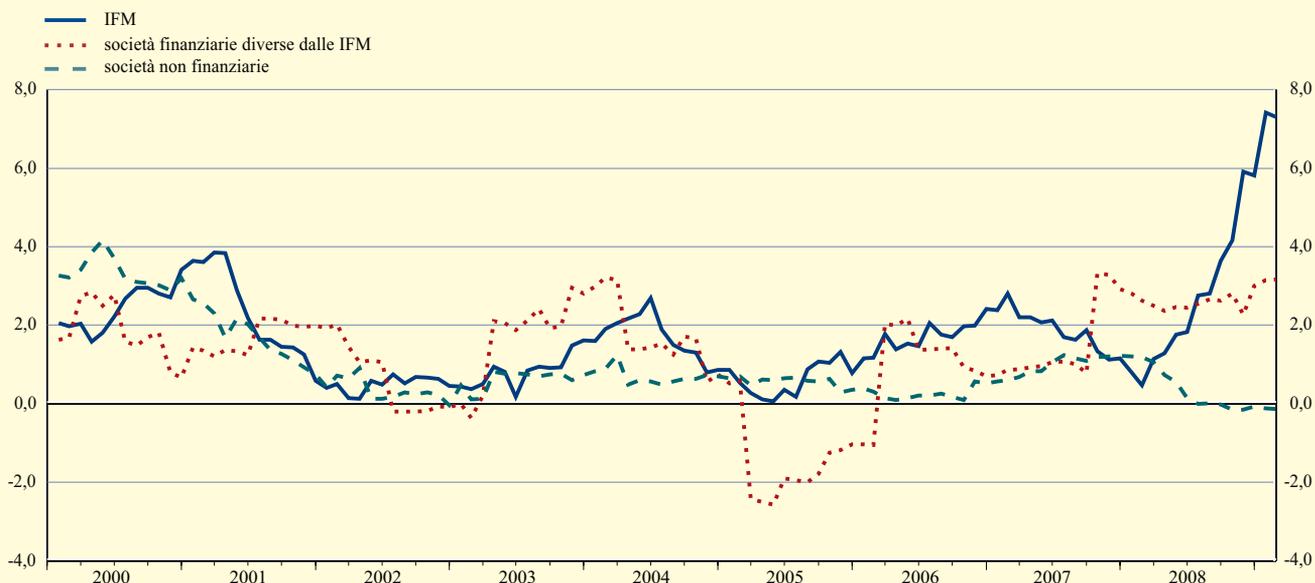
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 feb.	6.292,4	103,2	1,0	1.094,6	2,8	637,9	0,9	4.559,9	0,6
mar.	6.518,9	103,2	1,0	1.113,2	2,2	649,3	0,9	4.756,4	0,7
apr.	6.769,2	103,5	1,1	1.170,5	2,2	675,6	0,9	4.923,2	0,8
mag.	7.048,9	103,5	1,1	1.176,3	2,1	688,9	1,0	5.183,7	0,8
giu.	6.970,5	103,8	1,3	1.130,4	2,1	677,2	1,1	5.162,9	1,1
lug.	6.740,3	104,0	1,3	1.101,6	1,7	608,9	1,1	5.029,8	1,2
ago.	6.626,8	103,9	1,2	1.062,0	1,6	583,9	1,0	4.981,0	1,2
set.	6.690,9	104,0	1,2	1.050,6	1,9	597,3	0,8	5.042,9	1,1
ott.	6.945,9	104,3	1,4	1.074,6	1,3	629,3	3,3	5.242,0	1,2
nov.	6.631,8	104,3	1,4	1.034,6	1,1	579,2	3,3	5.018,0	1,2
dic.	6.588,7	104,4	1,4	1.019,0	1,2	579,0	2,9	4.990,6	1,2
2008 gen.	5.766,1	104,4	1,3	889,8	0,8	497,4	2,8	4.378,9	1,2
feb.	5.820,8	104,5	1,2	860,1	0,5	492,4	2,6	4.468,3	1,2
mar.	5.567,1	104,5	1,2	860,5	1,1	501,4	2,5	4.205,2	1,1
apr.	5.748,0	104,4	1,0	837,2	1,3	519,5	2,4	4.391,3	0,7
mag.	5.729,4	104,5	0,9	771,0	1,8	497,1	2,5	4.461,2	0,6
giu.	5.081,0	104,5	0,6	665,3	1,8	435,8	2,4	3.979,9	0,1
lug.	4.972,6	104,6	0,6	691,6	2,8	428,3	2,5	3.852,7	0,0
ago.	4.999,2	104,6	0,6	665,5	2,8	438,5	2,7	3.895,2	0,0
set.	4.430,0	104,7	0,7	612,2	3,6	382,2	2,6	3.435,6	0,0
ott.	3.743,7	105,0	0,7	451,9	4,2	280,3	2,8	3.011,5	-0,1
nov.	3.489,2	105,2	0,9	394,5	5,9	265,3	2,3	2.829,4	-0,2
dic.	3.482,5	105,4	1,0	377,0	5,8	269,2	3,0	2.836,2	-0,1
2009 gen.	3.286,8	105,6	1,1	344,6	7,4	240,0	3,1	2.702,1	-0,1
feb.	2.922,0	105,6	1,1	276,7	7,3	189,1	3,2	2.456,2	-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 <sup>1)</sup>

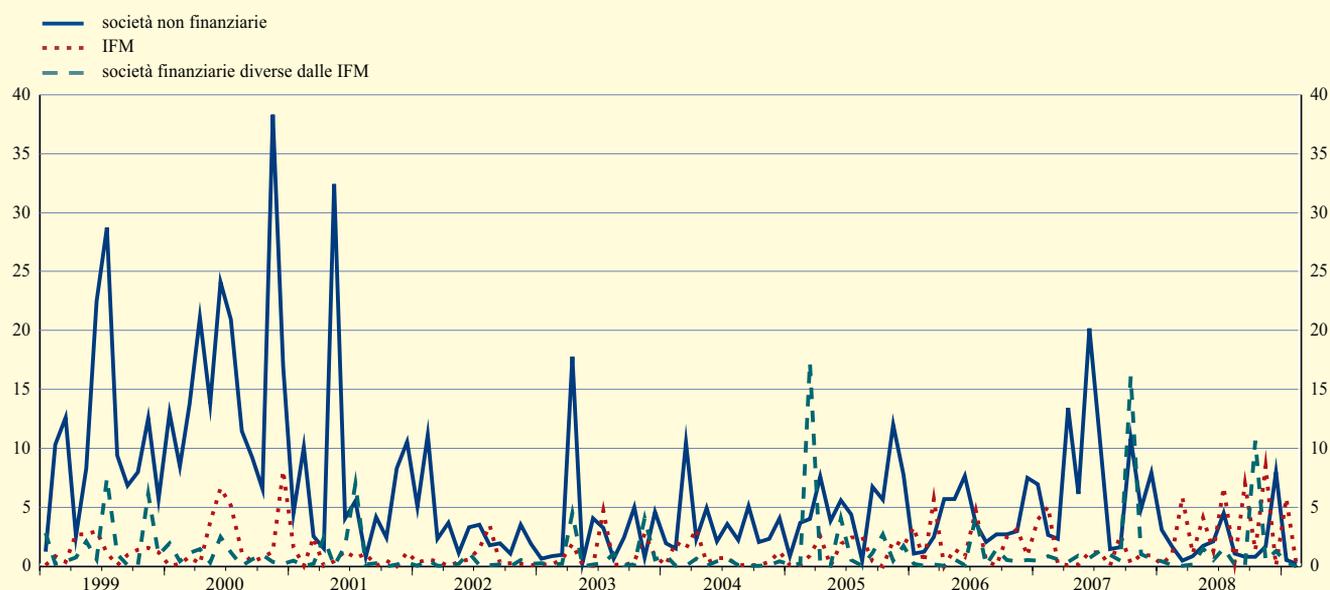
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie diverse dalle IFM			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007 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	20,5	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	1,7	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	2,6	6,8	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,2	8,0	2,5	5,5
2009 gen.	6,5	0,5	6,1	5,7	0,0	5,7	0,3	0,0	0,3	0,5	0,4	0,1
feb.	0,2	0,9	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,8	-0,6

#### 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'euro <sup>1)</sup>

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

##### 1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso <sup>2), 3)</sup>		A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008 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	3,27	3,91	3,52	2,88	4,08	1,28	2,24	3,83	3,74	2,06
feb.	0,90	2,62	3,40	3,24	2,46	3,98	1,10	1,62	3,22	3,46	1,54

##### 2. Tassi di interesse sui prestiti alle famiglie (nuove operazioni)

	Conti correnti attivi <sup>2)</sup>	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione				Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso			
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup>	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2008 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	5,42	5,28	5,37	5,70	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	5,10	5,07	5,11	5,13	5,31	4,97	5,75	5,29
2009 gen.	10,12	8,33	7,03	8,63	8,67	4,38	4,78	4,93	5,00	4,86	4,41	5,44	5,23
feb.	10,17	8,18	6,66	8,47	8,38	3,98	4,56	4,80	4,89	4,63	4,08	5,04	5,16

##### 3. Tassi di interesse sui prestiti a società non finanziarie (nuove operazioni)

	Conti correnti attivi <sup>2)</sup>	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7
2008 mar.	6,56	5,91	5,77	5,23	5,19	5,43	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	5,39
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	5,83	5,64
ott.	6,89	6,52	6,35	5,57	5,59	5,74	5,07
nov.	6,67	6,04	6,10	5,41	4,86	5,02	4,97
dic.	6,26	5,38	5,78	5,32	4,29	4,50	4,78
2009 gen.	5,68	4,73	5,46	5,24	3,51	3,96	4,59
feb.	5,39	4,32	5,26	4,98	3,10	3,52	4,25

Fonte: BCE.

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

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

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

#### 4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

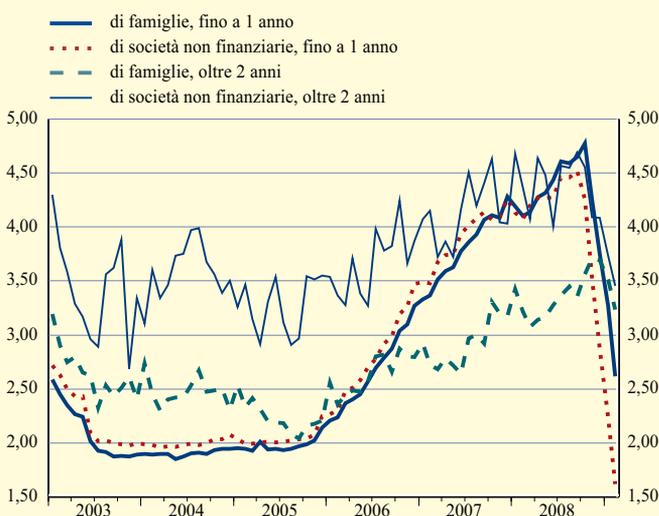
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>2),3)</sup>		A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008 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	4,45	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	4,16	3,10	2,88	4,08	1,28	3,49	4,11	3,05
feb.	0,90	3,98	3,17	2,46	3,98	1,10	3,21	3,99	2,68

#### 5. Tassi di interesse sui prestiti (consistenze)

	Prestiti alle famiglie						Prestiti a società non finanziarie		
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita			Con durata prestabilita		
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008 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	4,72	4,93	8,72	7,23	6,22	5,11	4,89	4,89
feb.	5,10	4,76	4,91	8,59	7,29	6,23	4,77	4,61	4,75

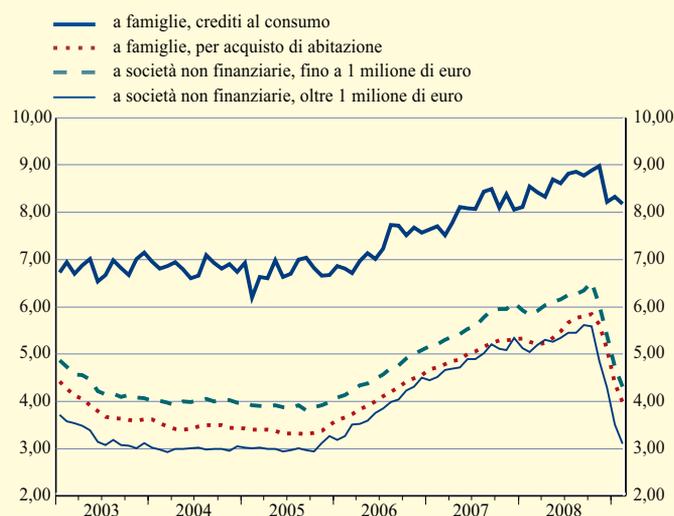
#### F22 Nuovi depositi con durata prestabilita

(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.

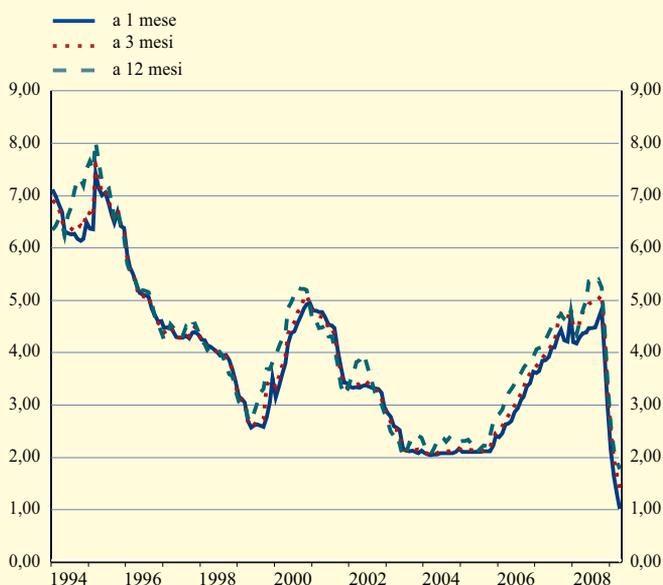
#### 4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1),2)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,20	0,30
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
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 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
apr.	0,84	1,01	1,42	1,61	1,77	1,11	0,57

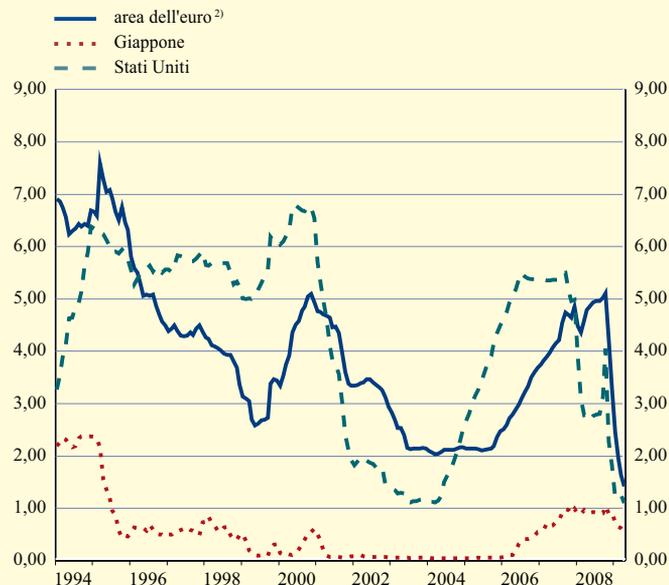
#### F24 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro <sup>2)</sup>

(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.

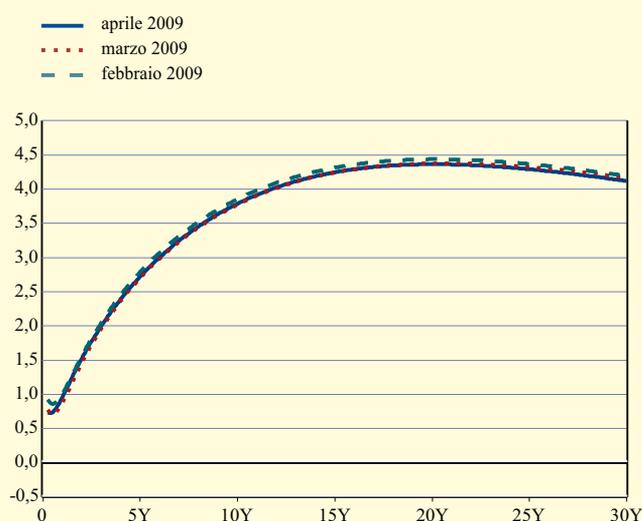
#### 4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro<sup>1)</sup>

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

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 3 mesi (spread)	10 anni- 2 anni (spread)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006 dic.	3,44	3,76	3,82	3,83	3,86	3,91	0,47	0,09	3,92	3,85	3,88	4,08
2007 gen.	3,54	3,84	3,92	3,96	4,00	4,06	0,53	0,15	4,01	3,97	4,05	4,25
feb.	3,63	3,79	3,80	3,81	3,85	3,92	0,29	0,12	3,85	3,77	3,90	4,13
mar.	3,70	3,92	3,95	3,93	3,96	4,02	0,33	0,08	4,03	3,93	3,97	4,25
apr.	3,81	4,01	4,06	4,06	4,08	4,13	0,32	0,07	4,14	4,08	4,08	4,33
mag.	3,86	4,21	4,31	4,32	4,33	4,37	0,51	0,06	4,44	4,37	4,33	4,51
giu.	3,90	4,26	4,38	4,43	4,46	4,51	0,61	0,13	4,51	4,48	4,49	4,68
lug.	3,98	4,23	4,28	4,28	4,30	4,36	0,38	0,08	4,36	4,28	4,32	4,53
ago.	3,86	3,98	4,03	4,12	4,20	4,32	0,47	0,29	4,07	4,09	4,32	4,67
set.	3,80	3,96	4,03	4,15	4,25	4,38	0,57	0,35	4,08	4,13	4,39	4,75
ott.	3,87	4,01	4,06	4,10	4,17	4,29	0,42	0,23	4,11	4,08	4,25	4,63
nov.	3,86	3,84	3,82	3,91	4,03	4,21	0,35	0,39	3,81	3,80	4,19	4,76
dic.	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008 gen.	3,81	3,55	3,42	3,59	3,79	4,05	0,24	0,62	3,32	3,34	4,08	4,80
feb.	3,83	3,42	3,20	3,43	3,72	4,06	0,23	0,86	3,04	3,03	4,16	4,99
mar.	3,87	3,70	3,60	3,70	3,87	4,13	0,26	0,54	3,53	3,49	4,10	4,91
apr.	3,90	3,89	3,86	3,95	4,10	4,32	0,42	0,46	3,86	3,81	4,29	4,95
mag.	3,88	4,20	4,28	4,27	4,35	4,52	0,64	0,24	4,41	4,29	4,40	5,03
giu.	4,21	4,49	4,62	4,63	4,65	4,73	0,52	0,11	4,73	4,72	4,64	5,00
lug.	4,20	4,31	4,31	4,31	4,39	4,53	0,33	0,21	4,36	4,27	4,46	4,93
ago.	4,24	4,20	4,13	4,11	4,19	4,34	0,10	0,21	4,13	4,02	4,26	4,82
set.	3,71	3,60	3,59	3,88	4,09	4,34	0,63	0,75	3,52	3,67	4,45	5,00
ott.	2,52	2,86	2,68	3,58	3,95	4,25	1,74	1,58	2,27	2,99	4,80	4,97
nov.	2,00	2,10	2,38	3,16	3,49	3,77	1,78	1,40	2,33	2,97	4,16	4,48
dic.	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
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
apr.	0,74	0,96	1,53	2,72	3,25	3,79	3,05	2,26	1,52	2,58	4,24	5,19

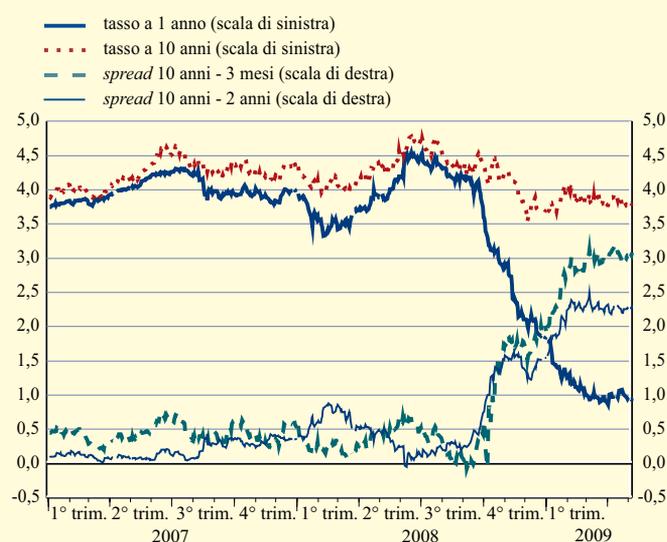
#### F26 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro

(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.

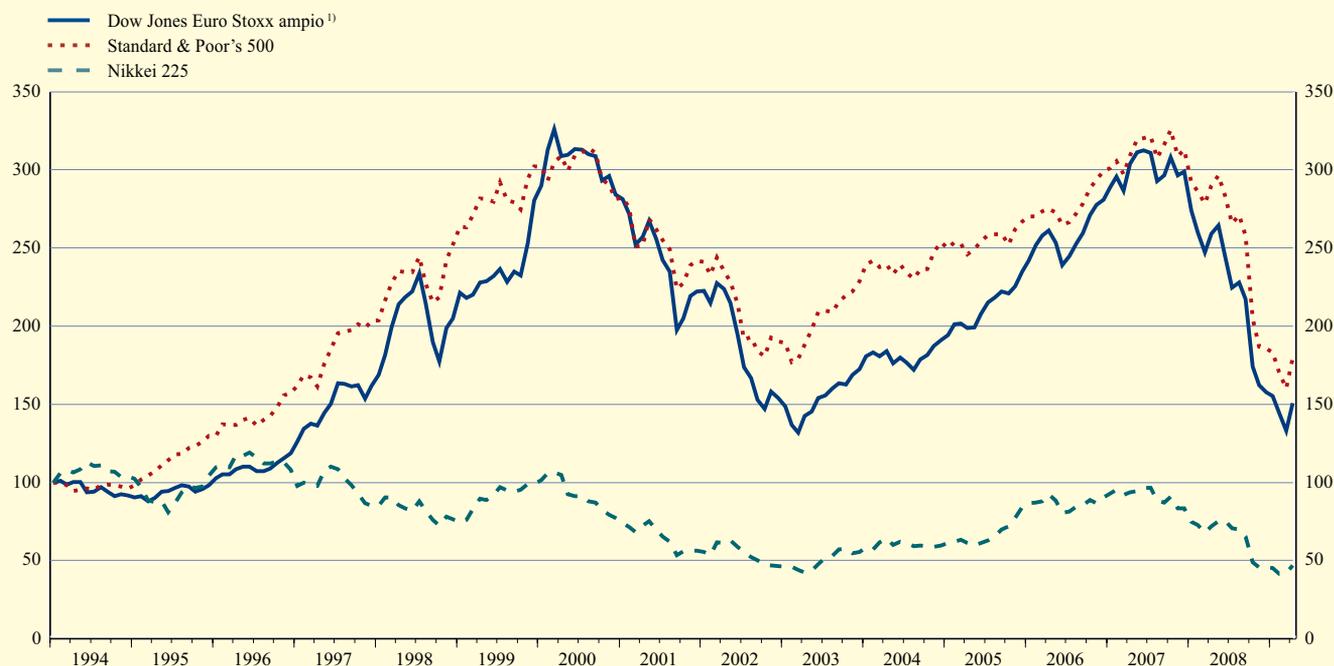
## 4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx <sup>1)</sup>												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero e estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.124,0
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2008	313,7	3.319,5	480,4	169,3	290,7	380,9	265,0	350,9	282,5	502,0	431,5	411,5	1.220,7	12.151,6
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 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
apr.	209,3	2.256,3	308,4	134,6	219,0	268,1	145,0	237,9	196,0	323,2	356,8	327,7	848,5	8.755,5

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

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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

## PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<sup>1)</sup>

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati <sup>2)</sup>	
	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 <sup>3)</sup>	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
2008 1° trim.	106,4	3,4	2,5	3,9	2,6	1,0	2,1	0,7	0,2	3,4	0,8	3,5	2,5
2° trim.	108,1	3,6	2,5	4,5	2,4	1,1	1,1	1,1	0,2	6,0	0,5	3,7	2,8
3° trim.	108,4	3,8	2,5	4,7	2,6	0,7	0,8	0,8	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	0,5	2,1	3,4
2009 1° trim.	107,4	1,0	1,6	0,1	2,2	-0,3	-0,1	0,5	0,1	-4,9	0,4	0,7	2,9
2008 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	0,0	0,5	0,1	0,5	0,2	1,0	2,9
mar.	107,8	0,6	1,5	-0,4	1,9	0,0	0,0	-0,2	0,1	-1,2	0,1	0,3	2,9
apr. <sup>4)</sup>		0,6											

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
in perc. del totale <sup>3)</sup>	19,3	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
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
2009 1° trim.	2,4	2,1	2,8	-1,1	0,7	-6,1	2,0	1,7	3,6	-1,7	2,7	2,1
2008 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
mar.	1,9	1,6	2,4	-1,5	0,8	-8,1	2,0	1,8	3,1	-1,8	2,2	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 residenziali<sup>1)</sup>

in perc. del totale <sup>4)</sup>	Prezzi alla produzione dei beni industriali											Prezzi delle costruzioni <sup>2)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>3)</sup>
	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				
	100,0	100,0	83,2	75,3	30,0	20,3	24,9	3,0	21,9	24,7			
	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	1,5	0,9	13,9	2,8	7,6	
2006	105,1	5,1	3,5	2,8	4,6	1,6	1,7	1,5	1,5	12,8	4,1	6,5	
2007	107,9	2,7	3,1	3,2	4,6	2,2	2,4	2,5	2,2	1,2	4,0	4,4	
2008	114,3	5,9	4,8	3,5	4,1	2,1	4,0	2,8	4,1	13,4	4,1	1,7	
2008 1° trim.	111,9	5,3	5,5	3,6	4,0	1,6	4,8	3,1	5,0	11,0	3,1	-	
2° trim.	114,7	6,8	6,4	3,8	4,2	2,0	4,9	2,8	5,2	16,6	4,0	2,8 <sup>5)</sup>	
3° trim.	117,1	8,2	6,7	4,3	5,7	2,3	5,7	2,7	4,4	20,7	5,5	-	
4° trim.	113,5	3,3	0,7	2,4	2,6	2,4	2,0	2,7	1,9	5,7	3,9	0,6 <sup>5)</sup>	
2009 1° trim.	109,9	-1,8	-4,0	-1,0	-2,8	1,7	-0,6	2,0	-0,9	-4,8	-	-	
2008 ott.	115,7	5,9	3,5	3,4	4,3	2,7	2,8	2,8	2,8	13,5	-	-	
nov.	113,3	2,8	0,3	2,3	2,6	2,6	2,0	2,7	1,8	4,0	-	-	
dic.	111,6	1,1	-1,7	1,4	1,1	2,0	1,3	2,6	1,0	-0,1	-	-	
2009 gen.	110,5	-0,7	-3,0	-0,1	-1,3	1,9	0,0	2,1	-0,3	-2,8	-	-	
feb.	110,0	-1,7	-3,9	-1,0	-3,0	1,8	-0,6	2,0	-0,9	-4,2	-	-	
mar.	109,2	-3,1	-5,1	-1,7	-4,1	1,5	-1,2	1,8	-1,6	-7,3	-	-	

### 3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL<sup>1)</sup>

in perc. del totale	Prezzo del petrolio <sup>6)</sup> (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Deflatori del PIL							
		Ponderati in base alle importazioni <sup>7)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>8)</sup>			Totale (indice destagionalizzato 2000=100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni <sup>9)</sup>	Importazioni <sup>9)</sup>
		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
	100,0	35,0	65,0	100,0	44,3	55,7									
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	119,1	2,3	2,8	2,9	2,6	2,3	2,1	3,5
2008 1° trim.	64,2	8,4	36,4	-1,3	7,2	31,6	-5,8	118,0	2,2	2,9	3,0	2,2	2,2	2,3	4,2
2° trim.	78,5	2,5	32,4	-7,5	-0,3	20,3	-11,1	118,9	2,3	3,2	3,3	3,3	2,2	2,4	4,5
3° trim.	77,6	6,7	16,2	2,8	0,5	4,3	-1,9	119,4	2,3	3,2	3,5	2,5	2,8	2,9	5,3
4° trim.	43,5	-10,2	-8,0	-11,2	-14,6	-13,0	-15,8	120,1	2,4	2,0	2,0	2,3	1,9	0,9	0,2
2009 1° trim.	35,1	-23,5	-15,0	-27,6	-25,0	-17,4	-30,6	-	-	-	-	-	-	-	-
2008 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	-10,9	-26,0	-22,4	-13,7	-28,7	-	-	-	-	-	-	-	-
feb.	34,6	-24,3	-16,1	-28,2	-26,6	-20,4	-31,4	-	-	-	-	-	-	-	-
mar.	36,5	-25,0	-17,7	-28,5	-25,8	-17,8	-31,7	-	-	-	-	-	-	-	-
apr.	39,0	-19,8	-11,7	-23,6	-20,1	-10,8	-26,6	-	-	-	-	-	-	-	-

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 lavoro<sup>1)</sup>**

(dati destagionalizzati)

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>2)</sup>								
2005	109,0	1,2	8,7	-1,1	2,9	1,3	2,1	2,0
2006	110,0	0,9	3,2	-0,7	3,3	0,1	2,5	2,1
2007	111,8	1,7	0,7	-0,5	4,0	1,4	2,7	2,1
2008	115,4	3,2	-0,2	3,5	2,1	3,5	3,0	3,1
2007 4° trim.	113,0	2,5	0,2	0,0	4,3	2,6	3,4	2,7
2008 1° trim.	113,5	2,4	0,2	0,9	2,2	2,1	3,7	2,8
2° trim.	114,8	2,8	-1,3	1,4	2,3	2,9	2,7	4,2
3° trim.	115,7	3,4	-0,3	4,0	2,7	4,5	3,3	2,5
4° trim.	118,1	4,5	0,3	9,7	1,9	5,0	2,5	3,0
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	121,4	3,2	3,2	3,1	3,8	3,0	2,4	3,5
2007 4° trim.	119,2	3,0	2,6	3,2	3,1	2,3	2,8	3,3
2008 1° trim.	120,1	3,1	3,2	3,4	3,2	2,5	2,5	3,4
2° trim.	121,1	3,2	2,9	2,7	4,0	2,5	2,2	4,3
3° trim.	121,8	3,4	3,7	3,1	4,5	4,1	2,7	3,2
4° trim.	122,8	3,0	2,8	3,2	3,8	3,0	2,2	3,3
Produttività del lavoro <sup>3)</sup>								
2005	103,1	0,8	-5,8	2,9	-0,8	0,8	0,2	-0,1
2006	104,4	1,3	0,2	4,3	0,1	1,3	-0,2	-0,6
2007	105,3	0,8	2,0	3,4	-1,0	0,7	-0,3	0,3
2008	105,3	0,0	3,4	-0,4	1,7	-0,5	-0,6	0,5
2007 4° trim.	105,5	0,5	2,4	3,3	-1,2	-0,3	-0,6	0,5
2008 1° trim.	105,8	0,6	3,0	2,5	1,0	0,4	-1,2	0,6
2° trim.	105,5	0,4	4,2	1,3	1,6	-0,4	-0,5	0,1
3° trim.	105,3	0,0	4,0	-0,8	1,8	-0,4	-0,6	0,7
4° trim.	104,0	-1,4	2,5	-5,9	1,8	-1,9	-0,3	0,2

**5. Costo orario del lavoro<sup>1), 4)</sup>**

	Totale (indice dest. 2000 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>5)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale <sup>6)</sup>	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 domanda<sup>1)</sup>

	PIL								
	Totale	Domanda interna				Bilancia commerciale <sup>2)</sup>			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte <sup>3)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>2)</sup>	Importazioni <sup>2)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2005	8.143,9	8.022,7	4.668,4	1.664,9	1.684,4	5,1	121,1	3.113,2	2.992,1
2006	8.558,5	8.455,5	4.871,9	1.732,6	1.837,2	13,9	102,9	3.473,1	3.370,2
2007	8.995,5	8.856,7	5.062,3	1.800,6	1.969,9	23,9	138,7	3.740,4	3.601,7
2008	9.267,4	9.178,9	5.232,8	1.885,5	2.012,9	47,7	88,5	3.867,9	3.779,3
2007 4° trim.	2.282,6	2.249,6	1.288,5	457,3	502,3	1,5	32,9	955,7	922,7
2008 1° trim.	2.310,4	2.278,0	1.298,4	461,0	510,2	8,6	32,4	980,6	948,2
2° trim.	2.323,4	2.292,4	1.307,1	472,6	507,9	4,8	31,0	985,4	954,4
3° trim.	2.329,2	2.316,4	1.318,8	473,3	507,8	16,5	12,8	991,8	979,1
4° trim.	2.304,4	2.292,0	1.308,6	478,6	487,0	17,8	12,4	910,1	897,7
<i>in percentuale del PIL</i>									
2008	100,0	99,0	56,5	20,3	21,7	0,5	1,0	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati<sup>4)</sup>)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2007 4° trim.	0,5	0,1	0,3	0,3	0,9	-	-	0,7	-0,1
2008 1° trim.	0,6	0,5	0,0	0,4	1,0	-	-	1,5	1,2
2° trim.	-0,2	-0,4	-0,3	0,9	-1,2	-	-	-0,2	-0,6
3° trim.	-0,2	0,4	0,1	0,6	-0,7	-	-	-0,3	1,2
4° trim.	-1,6	-0,7	-0,3	0,4	-4,0	-	-	-6,7	-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	-	-	1,3	1,3
2007 4° trim.	2,2	2,0	1,3	2,0	3,1	-	-	4,0	3,6
2008 1° trim.	2,2	1,6	1,4	1,5	3,0	-	-	5,1	3,8
2° trim.	1,5	0,9	0,5	2,1	1,5	-	-	3,7	2,5
3° trim.	0,6	0,6	0,1	2,2	-0,1	-	-	1,7	1,7
4° trim.	-1,4	-0,2	-0,5	2,3	-5,0	-	-	-5,8	-3,0
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente in punti percentuali</i>									
2007 4° trim.	0,5	0,1	0,2	0,1	0,2	-0,3	0,3	-	-
2008 1° trim.	0,6	0,5	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	-	-
2° trim.	-0,2	-0,4	-0,2	0,2	-0,3	-0,1	0,1	-	-
3° trim.	-0,2	0,4	0,0	0,1	-0,2	0,3	-0,6	-	-
4° trim.	-1,6	-0,7	-0,2	0,1	-0,9	0,3	-0,9	-	-
<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	0,7	0,4	0,7	0,2	0,2	-	-
2008 1° trim.	2,2	1,6	0,8	0,3	0,7	-0,2	0,6	-	-
2° trim.	1,5	0,9	0,3	0,4	0,3	-0,1	0,6	-	-
3° trim.	0,6	0,6	0,1	0,4	0,0	0,1	0,0	-	-
4° trim.	-1,4	-0,2	-0,3	0,5	-1,1	0,7	-1,2	-	-

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) Includo 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 economica<sup>1)</sup>**

	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	144,0	1.482,4	441,6	1.540,4	2.030,0	1.660,5	844,9
2006	7.644,0	141,5	1.558,9	479,2	1.603,1	2.145,0	1.716,3	914,5
2007	8.037,5	151,7	1.642,7	518,1	1.670,4	2.268,9	1.785,8	958,0
2008	8.307,0	150,8	1.664,4	542,0	1.723,6	2.367,4	1.858,7	960,4
2007 4° trim.	2.043,6	39,3	417,0	132,3	423,5	577,4	454,1	238,9
2008 1° trim.	2.068,0	39,1	424,2	136,0	429,2	583,6	455,8	242,5
2° trim.	2.083,5	38,0	424,7	135,5	429,7	590,9	464,6	240,0
3° trim.	2.087,7	37,6	419,8	136,3	433,6	595,6	464,8	241,5
4° trim.	2.067,9	36,1	395,6	134,2	431,1	597,3	473,5	236,5
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2008	100,0	1,8	20,0	6,5	20,7	28,5	22,4	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati<sup>2)</sup>)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2007 4° trim.	0,6	1,6	0,8	0,6	0,5	0,6	0,4	-0,7
2008 1° trim.	0,5	1,6	0,2	1,7	0,7	0,6	0,3	1,5
2° trim.	-0,1	-0,1	-0,6	-2,2	-0,5	0,6	0,4	-1,2
3° trim.	-0,3	-0,5	-1,3	-1,4	-0,1	0,0	0,6	0,0
4° trim.	-1,6	0,6	-5,5	-1,7	-1,5	-0,4	0,3	-1,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2005	1,7	-6,5	1,8	1,8	1,5	2,7	1,4	1,8
2006	2,9	-1,7	4,0	2,9	3,1	3,6	1,2	3,3
2007	2,9	0,7	3,7	3,0	2,7	3,7	1,7	0,7
2008	0,9	1,9	-0,7	-0,7	0,8	1,9	1,6	-0,3
2007 4° trim.	2,6	0,9	3,5	1,0	1,9	3,4	1,9	-0,7
2008 1° trim.	2,4	1,7	2,9	1,4	2,7	2,7	1,5	0,4
2° trim.	1,6	2,1	1,4	-0,1	1,2	2,5	1,5	0,3
3° trim.	0,7	2,5	-1,0	-1,3	0,5	1,7	1,7	-0,4
4° trim.	-1,4	1,5	-7,2	-3,5	-1,5	0,7	1,6	-1,5
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente in punti percentuali</i>								
2007 4° trim.	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	-
2008 1° trim.	0,5	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-
2° trim.	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,1	-
3° trim.	-0,3	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,1	-
4° trim.	-1,6	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	0,6	1,0	0,3	-
2007	2,9	0,0	0,7	0,2	0,6	1,0	0,4	-
2008	0,9	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,5	0,4	-
2007 4° trim.	2,6	0,0	0,7	0,1	0,4	0,9	0,4	-
2008 1° trim.	2,4	0,0	0,6	0,1	0,6	0,8	0,3	-
2° trim.	1,6	0,0	0,3	0,0	0,3	0,7	0,3	-
3° trim.	0,7	0,0	-0,2	-0,1	0,1	0,5	0,4	-
4° trim.	-1,4	0,0	-1,5	-0,2	-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 industriale<sup>1)</sup>

	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni	
	in perc. del totale <sup>2)</sup>	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	104,4	4,3	4,7	4,3	4,8	5,9	3,0	4,7	2,9	0,8	3,6	
2007	3,4	108,3	3,8	4,2	3,7	3,7	6,7	2,5	1,5	2,7	-1,0	1,8	
2008	-2,2	106,3	-1,7	-1,9	-2,4	-3,4	-0,4	-1,5	-5,3	-0,9	-0,4	-4,3	
2008 1° trim.	2,2	111,1	2,7	2,6	1,6	1,7	5,1	0,9	-0,9	1,3	2,8	-0,2	
2° trim.	0,1	108,9	1,1	1,0	0,8	0,2	3,5	-0,9	-2,1	-0,7	1,2	-3,8	
3° trim.	-2,2	106,0	-1,4	-1,5	-2,1	-1,9	-0,7	-2,1	-6,9	-1,4	-0,8	-4,8	
4° trim.	-8,7	99,4	-9,0	-9,3	-9,5	-13,6	-8,6	-4,0	-11,2	-2,6	-4,4	-8,1	
2008 set.	-3,2	104,5	-2,3	-2,5	-3,0	-3,7	-1,5	-2,3	-7,4	-1,5	-1,0	-6,4	
ott.	-5,8	102,3	-5,9	-6,0	-6,1	-8,1	-5,6	-3,6	-8,2	-2,6	-3,1	-5,8	
nov.	-8,4	99,4	-9,1	-9,3	-9,5	-12,7	-8,9	-4,7	-11,9	-3,2	-5,3	-5,9	
dic.	-12,4	96,6	-12,3	-13,1	-13,5	-21,4	-11,5	-3,7	-13,8	-2,1	-4,8	-13,0	
2009 gen.	-14,2	94,2	-16,1	-18,3	-17,4	-22,1	-22,3	-6,5	-17,8	-4,7	-1,1	-7,6	
feb.	-16,1	92,1	-18,4	-20,5	-20,1	-24,2	-24,6	-8,3	-21,8	-6,4	-3,5	-8,4	
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2008 set.	-1,9	-	-2,1	-2,4	-2,2	-3,4	-2,9	-0,9	-2,5	-0,6	-1,0	-1,5	
ott.	-1,5	-	-2,1	-2,2	-1,9	-3,2	-2,8	-0,4	-1,4	-0,1	-1,2	-0,3	
nov.	-2,5	-	-2,8	-2,9	-2,8	-4,0	-3,2	-0,8	-4,0	-0,4	-2,4	-0,9	
dic.	-3,2	-	-2,9	-3,3	-3,2	-6,4	-2,9	-0,4	-2,5	-0,1	0,5	-2,7	
2009 gen.	-1,0	-	-2,5	-3,2	-3,4	-0,9	-7,1	-0,9	-2,3	-0,7	0,1	1,8	
feb.	-1,8	-	-2,2	-2,3	-2,6	-2,3	-2,8	-1,5	-3,5	-1,4	-1,1	-0,9	

### 4. Nuovi ordinativi e fatturato nell'industria, vendite al dettaglio e immatricolazioni di nuove autovetture<sup>1)</sup>

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio escluso carburante per autoveicoli							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera <sup>3)</sup> (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti						Migliaia (dest.) <sup>4)</sup>	Totale
	Totale (indice 2005 = 100)	Totale	Totale (indice 2005 = 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	110,7	10,4	108,3	8,0	3,4	102,3	2,4	1,3	3,2	3,3	4,9	978	3,3
2007	120,1	8,6	115,1	6,5	2,8	103,8	1,4	0,3	2,2	3,8	1,9	970	-0,9
2008	113,1	-5,3	116,9	1,9	1,7	103,3	-0,5	-0,5	-0,6	-1,5	-1,9	892	-8,0
2008 2° trim.	119,7	-0,2	120,5	6,5	2,6	103,6	0,0	-0,3	0,0	-1,4	-1,3	910	-4,8
3° trim.	115,8	-1,5	118,6	4,3	2,1	103,1	-0,6	-0,3	-0,8	-0,9	-3,0	892	-8,8
4° trim.	94,5	-22,3	107,4	-7,4	-0,3	102,3	-1,7	-1,1	-2,1	-2,9	-2,9	824	-18,5
2009 1° trim.	.	.	.	.	-2,2	101,6	-2,8	-3,4	-2,3	.	.	816	-12,6
2008 ott.	103,5	-15,2	112,8	-2,8	0,4	102,5	-1,6	-0,7	-2,4	-2,9	-3,9	841	-14,4
nov.	94,5	-27,3	108,5	-11,9	-0,7	102,3	-2,1	-1,3	-2,5	-1,9	-2,9	812	-18,2
dic.	85,4	-24,6	100,9	-7,8	-0,5	102,2	-1,5	-1,3	-1,6	-3,7	-2,0	819	-23,2
2009 gen.	83,7	-34,3	96,3	-23,7	-1,2	101,9	-1,8	-1,6	-2,0	2,0	-5,8	777	-20,5
feb.	83,4	-34,4	95,1	-24,8	-2,8	101,6	-3,3	-3,4	-3,1	-2,6	-6,1	840	-12,7
mar.	.	.	.	.	-2,7	101,2	-3,2	-5,2	-1,9	.	.	831	-5,9
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2008 nov.	-	-8,7	-	-3,8	-0,2	-	-0,2	-0,3	-0,2	0,1	-0,1	-	-3,4
dic.	-	-9,6	-	-7,1	-0,1	-	-0,1	-0,2	-0,1	-0,7	-0,1	-	0,9
2009 gen.	-	-2,0	-	-4,5	-0,3	-	-0,3	-0,6	-0,1	3,0	-1,3	-	-5,2
feb.	-	-0,3	-	-1,2	-0,1	-	-0,3	-0,2	-0,4	-2,1	-0,5	-	8,1
mar.	-	.	-	.	-0,4	-	-0,5	-1,4	0,0	.	.	-	-1,1

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

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

	Indice del clima economico <sup>2)</sup> (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata <sup>3)</sup> (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia					Totale <sup>4)</sup>	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale <sup>4)</sup>	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005	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	81,8	-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	78,1	-26	-11	-34	44	-15
2009 1° trim.	65,7	-36	-56	20	-31	72,6	-32	-11	-41	62	-14
2008 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	74,7	-31	-11	-38	58	-15
feb.	65,3	-36	-57	20	-32	-	-33	-12	-41	62	-15
mar.	64,7	-38	-61	21	-32	-	-34	-11	-44	66	-13
apr.	67,2	-35	-60	20	-25	70,5	-31	-10	-38	66	-11

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale <sup>4)</sup>	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale <sup>4)</sup>	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale <sup>4)</sup>	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2005	-7	-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	-36	-26	-19	-21	15	-20	-24	-33	-21	-18
2008 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	-37	-26	-17	-20	9	-22	-25	-34	-23	-19
apr.	-34	-41	-26	-19	-25	10	-21	-24	-32	-22	-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 <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0	100,0	85,2	14,8	3,9	17,0	7,5	25,6	16,0	30,0
	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	148,005	0,8	1,0	-0,3	-1,4	-0,3	-2,4	1,3	2,5	1,2
2007 4° trim.	147,598	1,7	1,9	0,5	-1,6	0,1	2,4	2,3	3,9	1,4
2008 1° trim.	148,118	1,5	1,6	0,7	-1,2	0,3	0,4	2,4	4,0	0,8
2° trim.	148,237	1,1	1,3	-0,1	-2,0	0,1	-1,6	1,6	3,0	1,4
3° trim.	148,065	0,6	0,9	-0,9	-1,5	-0,1	-2,9	1,0	2,3	1,0
4° trim.	147,598	0,0	0,1	-0,6	-1,0	-1,3	-5,4	0,4	0,9	1,5
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2007 4° trim.	0,386	0,3	0,4	-0,7	-0,3	0,1	0,0	0,2	0,8	0,3
2008 1° trim.	0,520	0,4	0,3	0,5	0,6	0,2	0,1	0,5	1,1	-0,1
2° trim.	0,119	0,1	0,2	-0,3	-1,3	-0,2	-1,6	0,2	0,3	0,6
3° trim.	-0,171	-0,1	-0,1	-0,4	-0,5	-0,4	-1,5	0,1	0,1	0,1
4° trim.	-0,467	-0,3	-0,3	-0,6	0,2	-1,0	-2,3	-0,4	-0,5	0,7

### 2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età <sup>3)</sup>				Per genere <sup>4)</sup>			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0		77,9		22,1		50,5		49,5	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	13,718	9,0	10,674	7,9	3,044	17,5	6,925	8,1	6,794	10,0
2006	12,875	8,3	10,054	7,3	2,822	16,4	6,396	7,5	6,479	9,4
2007	11,650	7,5	9,113	6,6	2,537	14,9	5,734	6,7	5,917	8,5
2008	11,896	7,6	9,283	6,6	2,612	15,4	6,010	6,9	5,886	8,3
2008 1° trim.	11,381	7,2	8,891	6,4	2,490	14,5	5,610	6,5	5,771	8,2
2° trim.	11,619	7,4	9,070	6,5	2,549	14,9	5,794	6,7	5,825	8,2
3° trim.	11,932	7,6	9,312	6,6	2,620	15,5	6,070	7,0	5,863	8,3
4° trim.	12,650	8,0	9,861	7,0	2,788	16,4	6,565	7,6	6,085	8,6
2009 1° trim.	13,747	8,7	10,744	7,6	3,002	17,6	7,289	8,3	6,457	9,0
2008 ott.	12,383	7,8	9,647	6,8	2,735	16,1	6,389	7,4	5,994	8,4
nov.	12,637	8,0	9,850	7,0	2,787	16,4	6,558	7,5	6,079	8,5
dic.	12,930	8,2	10,087	7,1	2,843	16,7	6,748	7,8	6,182	8,7
2009 gen.	13,344	8,4	10,431	7,4	2,912	17,2	7,028	8,1	6,316	8,9
feb.	13,739	8,7	10,735	7,6	3,003	17,7	7,288	8,3	6,451	9,0
mar.	14,158	8,9	11,066	7,8	3,091	18,1	7,552	8,6	6,605	9,2

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 2008.

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

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

## FINANZA PUBBLICA

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

## 1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette					Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE		Contributi sociali		Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale	
		Famiglie	Imprese					Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2000	46,5	46,2	12,6	9,6	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6
2001	45,7	45,4	12,2	9,4	2,7	13,5	0,5	15,6	8,2	4,7	2,1	0,2	0,3	41,6
2002	45,1	44,8	11,8	9,2	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	9,0	2,3	13,5	0,4	15,7	8,3	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1
2004	44,5	44,1	11,3	8,6	2,5	13,5	0,3	15,5	8,2	4,5	2,1	0,5	0,4	40,8
2005	44,8	44,3	11,5	8,7	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	40,9
2006	45,3	45,0	12,1	8,8	3,0	13,9	0,3	15,3	8,0	4,5	2,1	0,3	0,3	41,5
2007	45,5	45,2	12,4	9,0	3,2	13,8	0,3	15,1	8,1	4,4	2,1	0,3	0,3	41,7
2008	44,8	44,6	12,2	9,2	2,8	13,3	0,3	15,3	8,1	4,4	2,1	0,2	0,3	41,0

## 2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale			Per memoria: spese primarie <sup>3)</sup>		
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale		A carico delle istituzioni dell'UE	
														1
2000	46,6	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,6	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,7
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	47,7	43,9	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	44,1	10,5	5,0	3,3	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,3	1,8	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,4
2005	47,3	43,4	10,4	5,0	3,0	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,6	42,8	10,2	5,0	2,9	24,8	22,0	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,7
2007	46,1	42,3	10,0	5,0	3,0	24,4	21,6	1,6	0,4	3,9	2,5	1,3	0,0	43,2
2008	46,8	42,9	10,1	5,1	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,8	2,5	1,3	0,0	43,8

## 3. Area dell'euro: disavanzo/avanzo, disavanzo/avanzo primario e consumi pubblici

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici <sup>4)</sup>							
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
2000	-0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,5	3,8	19,8	10,4	4,8	4,9	1,9	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	4,9	1,8	2,1	8,2	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	8,3	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	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	-2,5	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,2	8,2	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	12,2
2007	-0,7	-1,2	0,0	0,0	0,5	2,3	20,0	10,0	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,1
2008	-1,9	-2,0	-0,2	-0,1	0,4	1,1	20,3	10,1	5,1	5,2	1,9	2,1	8,1	12,3

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) <sup>5)</sup>

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	-2,7	-3,3	1,7	-5,1	1,0	-2,9	-4,3	-2,4	0,0	-2,9	-0,3	-1,6	-6,1	-1,4	-2,8	2,8
2006	0,3	-1,5	3,0	-2,8	2,0	-2,3	-3,3	-1,2	1,4	-2,6	0,6	-1,6	-3,9	-1,3	-3,5	4,0
2007	-0,2	-0,2	0,2	-3,6	2,2	-2,7	-1,5	3,4	3,6	-2,2	0,3	-0,5	-2,6	0,5	-1,9	5,2
2008	-1,2	-0,1	-7,1	-5,0	-3,8	-3,4	-2,7	0,9	2,6	-4,7	1,0	-0,4	-2,6	-0,9	-2,2	4,2

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 16. I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario sono incluse e consolidate; quelle tra le amministrazioni pubbliche dei paesi membri non sono consolidate.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.
- 3) Spese totali meno spese per interessi.
- 4) Corrisponde alle spese per consumi finali (P.3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.
- 5) Sono inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS e i regolamenti collegati agli accordi sui tassi *swap* e a termine.

## 6.2 Debito <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Bancnote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>2)</sup>				Altri creditori <sup>3)</sup>
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1999	71,9	2,9	14,4	4,3	50,3	48,7	25,4	13,7	9,6	23,2
2000	69,2	2,7	13,2	3,7	49,6	44,1	22,1	12,4	9,7	25,1
2001	68,1	2,8	12,4	4,0	49,0	42,0	20,6	11,1	10,3	26,2
2002	67,9	2,7	11,8	4,6	48,9	40,1	19,4	10,6	10,0	27,9
2003	69,0	2,1	12,4	5,0	49,6	39,4	19,6	11,1	8,7	29,7
2004	69,4	2,2	11,9	5,0	50,4	37,6	18,4	10,8	8,4	31,8
2005	70,0	2,4	11,8	4,7	51,1	35,5	17,1	11,2	7,2	34,5
2006	68,2	2,4	11,4	4,1	50,2	33,8	17,3	9,4	7,1	34,4
2007	66,0	2,2	10,8	4,2	48,8	32,1	16,6	8,6	6,9	33,9
2008	69,4	2,3	10,8	6,7	49,5	32,7	16,9	8,2	7,6	36,6

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

	Totale	Emesso da <sup>4)</sup>				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri <sup>5)</sup>	Altre valute
1999	71,9	60,4	6,0	5,1	0,4	7,3	64,6	7,0	13,5	27,8	30,6	69,9	2,0
2000	69,2	58,1	5,8	4,9	0,4	6,5	62,7	6,3	13,4	27,8	28,0	67,4	1,8
2001	68,1	57,0	6,0	4,7	0,4	7,0	61,1	5,3	13,7	26,6	27,9	66,6	1,5
2002	67,9	56,6	6,2	4,7	0,4	7,6	60,3	5,2	15,5	25,3	27,2	66,6	1,3
2003	69,0	56,9	6,5	5,0	0,6	7,8	61,2	5,0	14,9	26,0	28,2	68,1	0,9
2004	69,4	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,7	14,8	26,2	28,5	68,6	0,9
2005	70,0	57,6	6,7	5,2	0,5	7,9	62,1	4,6	14,8	25,5	29,6	69,0	1,0
2006	68,2	55,8	6,5	5,4	0,5	7,4	60,8	4,3	14,4	24,0	29,8	67,6	0,6
2007	66,0	54,0	6,2	5,2	0,5	7,4	58,6	4,3	14,1	22,5	29,4	65,6	0,4
2008	69,4	57,2	6,6	5,2	0,4	10,2	59,2	4,4	17,5	22,1	29,7	68,8	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
2005	92,2	67,8	27,5	98,8	43,0	66,4	105,8	69,1	6,1	69,8	51,8	63,7	63,6	27,0	34,2	41,4
2006	87,9	67,6	24,9	95,9	39,6	63,7	106,5	64,6	6,7	63,7	47,4	62,0	64,7	26,7	30,4	39,2
2007	84,0	65,1	25,0	94,8	36,2	63,8	103,5	59,4	6,9	62,1	45,6	59,4	63,5	23,4	29,4	35,1
2008	89,6	65,9	43,2	97,6	39,5	68,0	105,8	49,1	14,7	64,1	58,2	62,5	66,4	22,8	27,6	33,4

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 16. Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosettori dell'amministrazione. Le quote detenute da amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate. Dati parzialmente stimati.
- 2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Esclude il debito detenuto dalle amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.
- 5) Prima del 1999 comprende il debito in ECU, in valuta nazionale e nelle valute degli altri Stati membri che hanno adottato l'euro.

**6.3 Variazione del debito <sup>1)</sup>**  
(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Fonte della variazione				Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori <sup>7)</sup>
		Fabbisogno <sup>2)</sup>	Effetti di rivalutazione <sup>3)</sup>	Altre variazioni in volume <sup>4)</sup>	Effetto di aggregazione <sup>5)</sup>	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>6)</sup>	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2000	1,0	1,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,4	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,8	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,3	0,5	1,4	-0,3	-0,5	-0,8	2,1
2002	2,1	2,6	-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	0,5	0,7	0,8	2,6
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,2	-0,4	0,1	3,3
2005	3,0	3,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,8	-0,6	0,8	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	0,0	1,0	-1,2	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,3	1,0	-0,1	0,1	-0,4	1,2
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,4	2,6	2,2	1,6	0,8	-0,2	3,7

**2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito**

	Variazione del debito	Disavanzo (-)/avanzo (+) <sup>8)</sup>	Raccordo disavanzo-debito <sup>9)</sup>											Altro <sup>10)</sup>
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume	
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli <sup>11)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2000	1,0	-0,1	1,0	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0
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	0,5
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	0,0	-0,1
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	-0,1	0,0	0,1
2005	3,0	-2,5	0,5	0,6	0,3	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2006	1,5	-1,3	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,3	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
2007	1,1	-0,7	0,4	0,5	0,2	0,0	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,3	-1,9	3,4	3,1	0,8	0,9	0,7	0,8	0,0	0,7	0,1	0,0	0,0	0,1

Fonte: BCE.

- 1) Dati relativi agli Euro 16 e parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [debito (t) - debito (t-1)] ÷ PIL (t).
- 2) Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- 3) Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
- 4) Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
- 5) Le differenze tra le variazioni del debito aggregato, ottenuto come aggregazione del debito dei singoli paesi, e l'aggregazione delle variazioni del debito nei singoli paesi sono dovute alle variazioni dei tassi di cambio utilizzati per l'aggregazione prima del 2001.
- 6) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 7) Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 8) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- 9) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- 10) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- 11) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

## 6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 4° trim.	48,9	48,4	13,4	14,0	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	43,9
2003 1° trim.	41,8	41,4	9,8	12,8	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,3
2° trim.	45,9	44,5	11,9	12,9	15,7	2,0	1,4	1,4	1,2	41,6
3° trim.	42,6	42,1	10,8	12,5	15,5	1,9	0,6	0,5	0,2	39,0
4° trim.	49,2	48,2	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 1° trim.	41,3	40,8	9,5	12,8	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,0
2° trim.	45,0	44,2	12,0	13,0	15,3	2,0	1,1	0,8	0,6	40,9
3° trim.	42,6	42,1	10,6	12,7	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	38,9
4° trim.	49,1	48,1	12,9	14,3	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,8
2005 1° trim.	41,9	41,4	9,9	13,0	15,2	1,7	0,6	0,5	0,3	38,4
2° trim.	44,5	43,9	11,7	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,4
3° trim.	43,2	42,5	11,0	12,9	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,4
4° trim.	49,1	48,3	13,3	14,3	16,1	2,9	0,8	0,8	0,3	44,0
2006 1° trim.	42,3	41,9	10,2	13,3	15,1	1,7	0,8	0,4	0,3	38,8
2° trim.	45,6	45,2	12,4	13,6	15,1	2,0	1,3	0,5	0,3	41,3
3° trim.	43,6	43,0	11,5	12,9	15,2	1,9	0,8	0,5	0,3	39,8
4° trim.	49,4	48,8	14,0	14,3	15,9	2,9	0,9	0,6	0,3	44,5
2007 1° trim.	42,1	41,7	10,3	13,4	14,8	1,7	0,8	0,4	0,3	38,7
2° trim.	46,0	45,6	12,9	13,6	15,0	2,0	1,4	0,4	0,3	41,7
3° trim.	43,7	43,2	12,0	12,8	14,9	1,9	0,8	0,5	0,3	40,0
4° trim.	49,6	49,1	14,4	14,2	15,8	2,9	0,9	0,6	0,3	44,7
2008 1° trim.	42,0	41,7	10,6	12,9	14,8	1,7	0,9	0,3	0,2	38,5
2° trim.	45,3	44,9	12,8	12,9	15,0	2,0	1,5	0,4	0,3	40,9
3° trim.	43,1	42,8	11,7	12,4	15,0	1,9	0,8	0,3	0,3	39,5
4° trim.	48,8	48,3	13,6	13,7	16,2	2,8	1,1	0,5	0,3	43,8

### 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 4° trim.	50,7	46,3	11,1	5,6	3,3	26,3	22,7	1,6	4,4	2,8	1,7	-1,8	1,5
2003 1° trim.	46,8	43,3	10,3	4,6	3,5	25,0	21,4	1,3	3,5	1,9	1,6	-5,0	-1,5
2° trim.	47,1	43,5	10,4	4,7	3,4	25,1	21,6	1,3	3,5	2,3	1,2	-1,1	2,2
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.	51,1	46,3	11,1	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 1° trim.	46,3	43,0	10,2	4,6	3,2	24,9	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	24,7	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	-3,5	-0,3
4° trim.	50,9	45,6	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.	46,8	43,0	10,2	4,6	3,1	25,1	21,4	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,9	-1,7
2° trim.	46,1	42,7	10,2	4,9	3,2	24,4	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,5	1,6
3° trim.	45,8	42,3	9,9	4,8	3,0	24,7	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,6	0,4
4° trim.	50,5	45,7	11,1	5,8	2,7	26,0	22,5	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,4	1,3
2006 1° trim.	45,2	42,1	9,9	4,5	2,9	24,6	21,1	1,1	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,0
2° trim.	45,4	42,2	10,2	4,9	3,1	24,1	21,1	1,1	3,2	2,3	0,9	0,2	3,3
3° trim.	45,3	41,9	9,8	4,7	2,9	24,4	21,0	1,2	3,4	2,5	1,0	-1,7	1,2
4° trim.	50,3	45,0	10,7	5,8	2,7	25,8	22,2	1,4	5,3	3,2	2,2	-0,9	1,8
2007 1° trim.	44,3	41,2	9,8	4,6	2,9	23,9	20,5	1,1	3,2	2,0	1,2	-2,2	0,7
2° trim.	44,7	41,5	9,9	4,8	3,2	23,6	20,6	1,1	3,2	2,3	0,9	1,4	4,5
3° trim.	45,0	41,3	9,6	4,7	3,0	23,9	20,7	1,2	3,7	2,5	1,2	-1,3	1,7
4° trim.	50,1	45,0	10,7	5,8	2,8	25,8	22,1	1,4	5,1	3,3	1,8	-0,5	2,3
2008 1° trim.	44,5	41,3	9,7	4,6	3,0	24,1	20,5	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,5	0,4
2° trim.	45,3	41,9	10,1	4,9	3,2	23,7	20,6	1,1	3,4	2,4	1,0	0,0	3,2
3° trim.	45,5	42,0	9,7	4,9	3,1	24,3	21,2	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,4	0,7
4° trim.	51,5	46,4	11,0	6,0	2,8	26,6	22,7	1,4	5,1	3,3	1,8	-2,7	0,1

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

1) Dati relativi agli Euro 16. I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra il bilancio comunitario e soggetti non facenti parte delle amministrazioni pubbliche non sono incluse. I dati trimestrali, invece, a meno di scadenze diverse per la trasmissione dei dati, sono coerenti con quelli annuali. I dati non sono destagionalizzati.

2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

**6.5 Debito e variazione del debito trimestrali <sup>1)</sup>**  
(in percentuale del PIL)

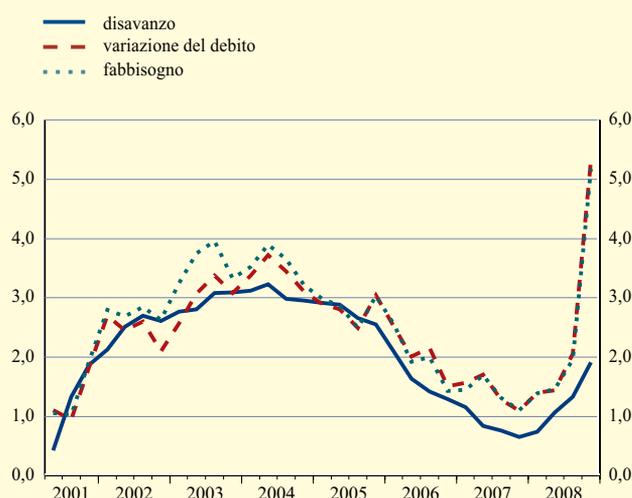
**1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario <sup>2)</sup>**

	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2006 1° trim.	70,3	2,5	11,7	4,9	51,2
2° trim.	70,3	2,5	11,6	4,8	51,4
3° trim.	69,8	2,5	11,6	4,7	51,0
4° trim.	68,2	2,4	11,4	4,1	50,2
2007 1° trim.	68,5	2,4	11,4	4,8	49,9
2° trim.	68,6	2,2	11,1	5,1	50,3
3° trim.	67,7	2,1	11,0	5,1	49,4
4° trim.	66,0	2,2	10,8	4,2	48,8
2008 1° trim.	66,8	2,1	11,0	5,0	48,8
2° trim.	67,1	2,1	11,0	4,9	49,1
3° trim.	67,1	2,1	10,8	5,5	48,6
4° trim.	69,4	2,3	10,8	6,7	49,5

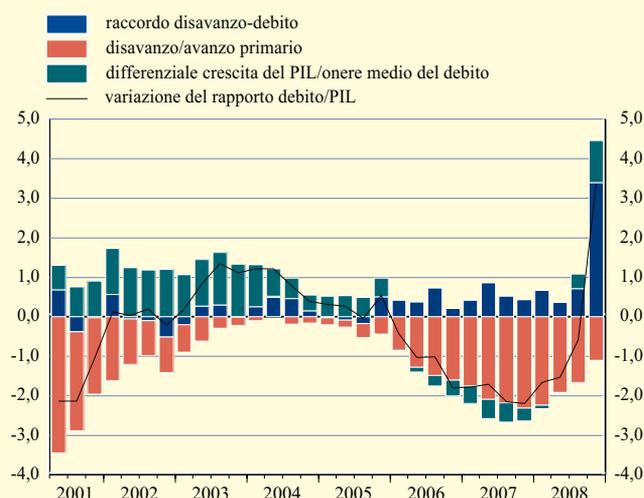
**2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito**

	Variazione del debito	Disavanzo (-) / avanzo (+)	Raccordo disavanzo-debito							Per memoria: fabbisogno	
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche				Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli				Azioni e altri titoli di capitale
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2006 1° trim.	4,9	-2,9	2,0	1,3	1,1	0,1	0,6	-0,4	-0,4	1,0	5,2
2° trim.	3,2	0,2	3,4	3,3	2,6	0,1	0,4	0,1	0,6	-0,4	2,6
3° trim.	1,2	-1,7	-0,5	-0,9	-0,7	-0,2	0,2	-0,2	0,3	0,1	1,0
4° trim.	-2,9	-0,9	-3,8	-2,4	-1,5	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-1,2	-2,8
2007 1° trim.	4,9	-2,2	2,7	1,9	1,0	0,0	0,7	0,2	-0,2	1,0	5,1
2° trim.	3,7	1,4	5,1	4,9	4,0	0,0	0,6	0,3	0,2	0,0	3,5
3° trim.	-0,5	-1,3	-1,8	-1,7	-2,1	0,1	0,4	-0,1	0,1	-0,2	-0,5
4° trim.	-3,5	-0,5	-4,0	-2,9	-2,0	-0,1	-0,6	-0,3	-0,1	-1,0	-3,4
2008 1° trim.	6,0	-2,5	3,5	3,2	2,1	-0,1	0,9	0,4	-0,1	0,4	6,1
2° trim.	3,7	0,0	3,7	3,6	2,0	0,2	1,1	0,2	0,1	0,1	3,7
3° trim.	2,1	-2,4	-0,3	-0,9	-1,6	-0,1	0,1	0,7	0,5	0,1	1,6
4° trim.	9,4	-2,7	6,6	6,5	0,6	3,4	0,8	1,8	0,1	0,0	9,3

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



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



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

1) Dati relativi agli Euro 16.

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

# 7

## TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

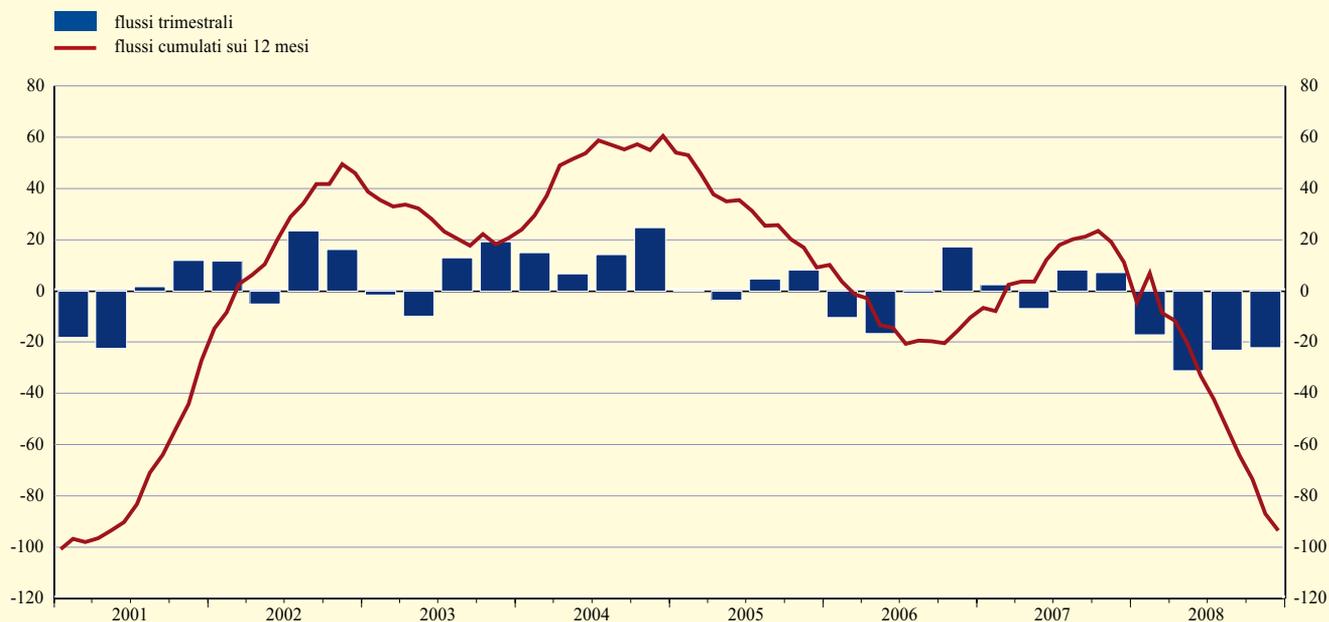
### 7.1 Bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario					Errori e omissioni	
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2006	-10,5	12,3	43,3	13,6	-79,7	9,2	-1,2	141,4	-157,6	293,7	3,3	2,9	-0,9	-140,2
2007	11,1	46,4	49,2	1,4	-85,9	13,7	24,8	41,2	-92,5	159,7	-67,0	46,0	-5,1	-66,0
2008	-93,6	-6,1	41,7	-32,4	-96,8	12,4	-81,2	313,6	-251,3	439,2	-30,9	160,5	-3,9	-232,4
2007 4° trim.	7,2	8,0	11,5	8,5	-20,8	5,3	12,5	-92,6	12,6	-77,8	-23,2	-8,9	4,7	80,1
2008 1° trim.	-17,3	-2,5	10,0	3,4	-28,3	6,0	-11,2	35,5	-75,2	88,6	-22,8	50,0	-5,1	-24,3
2° trim.	-31,1	6,1	13,1	-32,0	-18,3	3,1	-28,0	79,7	-53,4	27,3	-8,9	114,8	0,0	-51,7
3° trim.	-23,1	-9,0	13,4	-3,0	-24,6	1,9	-21,2	61,7	-35,9	121,5	-8,4	-17,2	1,6	-40,4
4° trim.	-22,0	-0,7	5,2	-0,9	-25,7	1,3	-20,7	136,7	-86,7	201,8	9,2	12,8	-0,4	-116,0
2008 feb.	7,3	4,4	4,0	3,6	-4,7	2,3	9,6	-17,8	-20,2	6,8	2,3	-11,3	4,5	8,2
mar.	-6,3	1,4	3,3	1,4	-12,4	1,1	-5,2	8,0	-22,7	14,7	3,8	15,4	-3,2	-2,8
apr.	-7,5	5,1	2,9	-7,4	-8,1	0,7	-6,8	25,7	-23,0	-17,9	-3,1	73,0	-3,3	-18,9
mag.	-24,0	-1,6	4,1	-21,0	-5,6	1,9	-22,2	39,1	-5,4	1,4	-10,6	50,9	2,7	-16,9
giu.	0,4	2,6	6,1	-3,6	-4,7	0,6	0,9	14,9	-25,1	43,8	4,8	-9,0	0,5	-15,9
lug.	-4,1	0,4	4,3	-0,6	-8,2	0,9	-3,2	48,5	-1,6	29,1	-0,1	23,4	-2,3	-45,3
ago.	-11,5	-7,1	5,0	-1,1	-8,2	0,5	-10,9	0,4	-11,8	19,3	-8,3	-1,1	2,3	10,6
set.	-7,5	-2,3	4,1	-1,2	-8,2	0,5	-7,1	12,8	-22,5	73,1	0,1	-39,5	1,6	-5,7
ott.	-5,1	3,7	1,5	0,6	-10,9	0,0	-5,1	97,3	-10,9	135,3	17,7	-36,8	-8,0	-92,3
nov.	-13,7	-4,0	0,9	-1,5	-9,2	1,5	-12,2	19,6	-53,3	60,2	-5,7	18,8	-0,4	-7,4
dic.	-3,3	-0,4	2,8	-0,1	-5,6	-0,2	-3,4	19,7	-22,5	6,4	-2,9	30,8	7,9	-16,3
2009 gen.	-19,9	-10,1	1,6	-1,7	-9,7	0,7	-19,2	51,2	-15,9	-7,4	5,8	63,3	5,4	-32,0
feb.	-2,3	1,5	1,8	-0,5	-5,1	0,9	-1,4	-5,4	-13,2	61,2	2,9	-57,4	1,1	6,8
	<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>													
2009 feb.	-104,9	-10,8	38,4	-36,7	-95,8	9,1	-95,8	331,9	-227,9	419,2	4,3	131,7	4,5	-236,1

### 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**

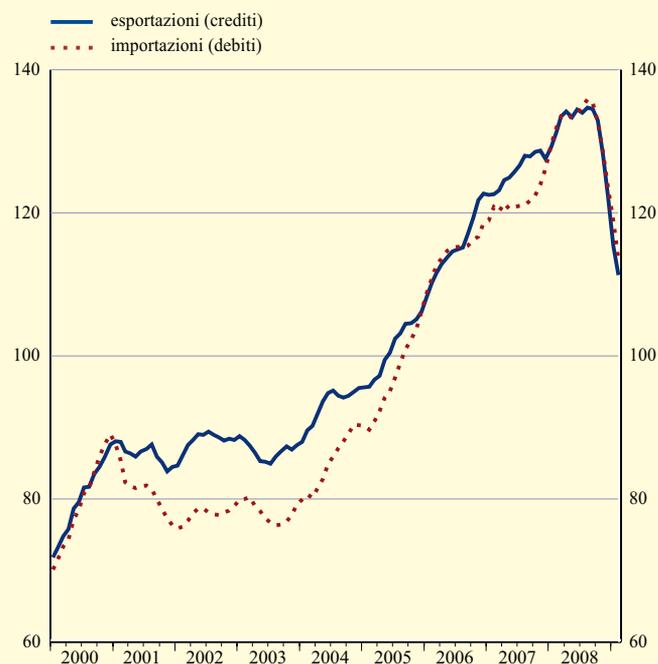
(miliardi di euro; transazioni)

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

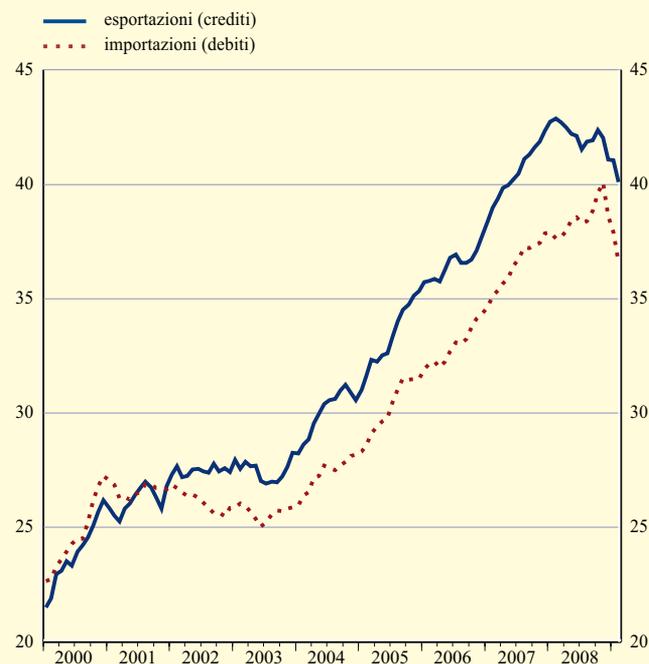
	Conto corrente										Conto capitale				
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti				Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti		Debiti			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Rimesse dei lavoratori		Rimesse dei lavoratori			
										10	11	12	13	14	15
2006	2.423,8	2.434,3	-10,5	1.396,8	1.384,5	440,8	397,5	496,4	482,8	89,8	5,4	169,5	17,4	23,9	14,7
2007	2.686,1	2.675,0	11,1	1.513,7	1.467,3	490,3	441,1	592,3	591,0	89,8	6,4	175,7	20,5	25,9	12,2
2008	2.760,3	2.853,9	-93,6	1.579,3	1.585,4	504,0	462,3	588,8	621,2	88,2	6,6	185,0	21,1	25,7	13,3
2007 4° trim.	703,7	696,4	7,2	395,5	387,5	128,5	117,0	152,6	144,0	27,1	1,6	47,9	5,6	8,8	3,6
2008 1° trim.	680,4	697,7	-17,3	390,3	392,7	116,9	106,9	147,1	143,7	26,1	1,6	54,3	5,1	8,9	2,9
2° trim.	709,2	740,4	-31,1	407,8	401,7	126,1	113,0	153,4	185,3	22,0	1,5	40,3	5,3	7,3	4,1
3° trim.	696,6	719,8	-23,1	403,1	412,1	136,2	122,8	143,8	146,7	13,5	1,8	38,1	5,4	4,8	2,9
4° trim.	674,0	696,1	-22,0	378,2	378,9	124,7	119,5	144,5	145,5	26,6	1,7	52,2	5,3	4,8	3,4
2008 dic.	221,9	225,2	-3,3	113,8	114,2	41,8	39,0	50,3	50,4	16,0	.	21,6	.	1,7	1,8
2009 gen.	181,5	201,4	-19,9	98,5	108,6	37,0	35,4	40,2	41,9	5,7	.	15,5	.	1,7	1,0
feb.	192,8	195,1	-2,3	103,1	101,6	34,7	32,9	39,0	39,5	16,0	.	21,0	.	1,5	0,6
<b>Dati destagionalizzati</b>															
2007 4° trim.	681,3	689,0	-7,6	382,8	378,6	127,1	113,6	149,4	152,3	22,1	.	44,5	.	.	.
2008 1° trim.	701,6	718,3	-16,7	400,4	400,5	128,1	113,1	151,2	157,5	21,8	.	47,2	.	.	.
2° trim.	702,1	718,9	-16,8	403,4	401,6	126,4	115,7	148,4	154,5	23,9	.	47,1	.	.	.
3° trim.	696,4	719,9	-23,5	403,5	406,4	125,8	116,5	147,8	154,9	19,3	.	42,1	.	.	.
4° trim.	653,4	688,7	-35,3	366,4	370,3	123,3	115,8	141,8	154,0	21,9	.	48,6	.	.	.
2008 set.	231,3	238,7	-7,5	133,3	133,3	42,3	40,0	48,7	51,5	7,0	.	13,9	.	.	.
ott.	227,8	234,7	-6,9	130,4	127,6	41,9	40,1	48,2	50,5	7,3	.	16,6	.	.	.
nov.	220,2	235,8	-15,6	120,9	124,9	42,0	40,1	50,2	55,1	7,1	.	15,7	.	.	.
dic.	205,4	218,2	-12,8	115,1	117,8	39,4	35,7	43,4	48,3	7,5	.	16,4	.	.	.
2009 gen.	203,4	215,7	-12,3	110,1	114,0	41,8	38,0	44,5	48,1	7,0	.	15,5	.	.	.
feb.	197,0	205,1	-8,1	108,5	108,5	39,1	36,1	41,2	45,9	8,1	.	14,6	.	.	.

**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
2006	17,4	9,8	478,9	472,9	182,7	41,4	111,5	36,6	20,6	20,2	39,2	99,1	103,6	91,5	132,9	150,6
2007	18,7	10,2	573,6	580,7	207,0	75,0	130,5	38,6	26,1	24,4	45,5	116,1	117,5	113,2	177,5	196,5
2008	19,1	10,4	569,7	610,8	192,3	65,8	126,6	43,3	30,0	25,7	42,8	124,4	123,0	129,3	181,6	204,8
2007 4° trim.	4,9	2,7	147,7	141,4	52,5	13,8	31,2	6,9	7,4	6,5	9,4	20,6	30,7	30,5	47,5	52,5
2008 1° trim.	4,9	2,0	142,2	141,7	50,1	22,2	31,7	15,9	6,8	6,2	9,7	21,0	30,3	31,4	45,3	51,4
2° trim.	4,7	2,6	148,7	182,7	52,0	13,3	34,7	4,6	7,5	6,9	14,4	58,5	30,4	31,4	44,4	51,2
3° trim.	4,6	3,1	139,2	143,6	45,8	18,1	31,9	15,5	7,1	6,1	10,2	23,8	32,0	31,1	44,0	50,7
4° trim.	4,9	2,7	139,7	142,7	44,4	12,2	28,4	7,3	8,6	6,5	8,5	21,0	30,3	35,3	47,9	51,6

### 3. Scomposizione per area geografica

(transazioni cumulate)

dal 1° trim. 2008 al 4° trim. 2008	Totale	Unione europea 27 (paesi e istituzioni esterne all'area dell'euro)						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Crediti															
<b>Conto corrente</b>	2.760,3	999,7	60,5	85,8	518,6	277,7	57,1	41,1	35,9	85,2	31,1	57,2	103,4	185,8	404,8	815,9
Beni	1.579,3	542,5	36,4	54,3	233,6	218,1	0,0	22,5	18,6	65,5	23,5	33,8	79,1	91,8	192,6	509,4
Servizi	504,0	171,4	12,9	13,7	110,0	29,0	5,7	7,3	6,8	15,2	5,7	11,3	14,2	50,6	79,8	141,8
Redditi	588,8	222,7	10,4	16,2	162,1	27,4	6,7	11,0	9,8	4,3	1,8	11,8	9,8	36,9	125,4	155,4
da capitale	569,7	216,1	10,3	16,0	160,3	26,6	2,9	11,0	9,7	4,2	1,7	11,7	9,7	29,9	123,6	152,1
Trasferimenti correnti	88,2	63,2	0,8	1,5	13,0	3,2	44,6	0,2	0,8	0,3	0,1	0,4	0,4	6,5	7,1	9,3
<b>Conto capitale</b>	25,7	22,3	0,0	0,0	1,1	0,2	21,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	1,4	1,2
	Debiti															
<b>Conto corrente</b>	2.853,9	904,0	47,3	85,1	439,4	228,0	104,1	-	31,8	-	-	100,4	-	180,9	391,2	-
Beni	1.585,4	435,9	30,4	51,5	176,2	177,8	0,0	27,9	14,3	179,3	20,9	55,8	111,9	79,2	143,1	517,1
Servizi	462,3	141,2	8,2	11,7	87,6	33,4	0,2	5,3	6,8	11,2	4,6	8,3	9,4	39,9	95,4	140,2
Redditi	621,2	212,7	7,7	20,6	163,5	11,9	9,0	-	8,9	-	-	35,7	-	55,8	144,1	-
da capitale	610,8	206,6	7,6	20,5	162,0	7,5	9,0	-	8,8	-	-	35,6	-	55,3	143,1	-
Trasferimenti correnti	185,0	114,2	1,0	1,3	12,1	4,9	95,0	1,5	1,8	2,5	0,7	0,6	0,5	6,0	8,7	48,6
<b>Conto capitale</b>	13,3	2,3	0,0	0,1	1,2	0,2	0,8	0,2	1,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	1,3	7,6
	Saldo															
<b>Conto corrente</b>	-93,6	95,7	13,2	0,7	79,2	49,7	-47,1	-	4,1	-	-	-43,2	-	4,9	13,6	-
Beni	-6,1	106,6	6,0	2,9	57,3	40,4	0,0	-5,4	4,3	-113,8	2,6	-22,0	-32,8	12,6	49,5	-7,7
Servizi	41,7	30,1	4,7	2,0	22,4	-4,5	5,5	2,0	0,0	4,0	1,1	3,0	4,8	10,7	-15,6	1,6
Redditi	-32,4	10,1	2,7	-4,5	-1,4	15,5	-2,3	-	0,8	-	-	-24,0	-	-18,9	-18,7	-
da capitale	-41,1	9,5	2,7	-4,5	-1,8	19,2	-6,1	-	0,9	-	-	-23,9	-	-25,4	-19,5	-
Trasferimenti correnti	-96,8	-51,1	-0,2	0,3	0,9	-1,6	-50,3	-1,2	-1,1	-2,2	-0,6	-0,2	-0,1	0,6	-1,6	-39,3
<b>Conto capitale</b>	12,4	20,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	20,2	-0,1	-1,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,2	-6,3

Fonte: BCE.

**7.3 Conto finanziario**

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

**1. Conto finanziario: principali voci**

	Totale <sup>1)</sup>			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)</b>														
2004	8.602,5	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 3° trim.	13.929,1	15.185,3	-1.256,3	150,5	164,1	-13,6	3.777,4	3.198,8	4.281,0	6.029,1	23,2	5.476,5	5.957,5	370,9
4° trim.	13.126,5	14.847,4	-1.720,9	141,5	160,1	-18,6	3.753,7	3.185,7	3.747,3	5.978,2	19,7	5.222,0	5.683,5	383,9
<b>Variazioni nelle consistenze</b>														
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 3° trim.	229,7	288,3	-58,6	10,0	12,6	-2,6	112,7	45,7	-151,1	-20,8	27,9	223,2	263,4	17,0
4° trim.	-802,5	-337,9	-464,6	-33,9	-14,3	-19,6	-23,8	-13,0	-533,8	-50,9	-3,5	-254,5	-274,0	13,0
<b>Transazioni</b>														
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	1.680,0	1.821,4	-141,4	19,6	21,3	-1,7	417,4	259,8	527,6	821,4	-3,3	737,4	740,3	0,9
2007	1.896,7	1.937,9	-41,2	21,1	21,6	-0,5	474,2	381,7	439,5	599,3	67,0	910,9	956,9	5,1
2008	395,2	708,8	-313,6	4,3	7,6	-3,4	351,0	99,7	-14,7	424,5	30,9	24,2	184,7	3,9
2008 2° trim.	75,9	155,6	-79,7	3,2	6,6	-3,4	45,0	-8,4	134,5	161,7	8,9	-112,5	2,3	0,0
3° trim.	135,6	197,3	-61,7	5,9	8,6	-2,7	88,7	52,8	-60,9	60,7	8,4	101,0	83,8	-1,6
4° trim.	-373,1	-236,4	-136,7	-15,8	-10,0	-5,8	50,5	-36,2	-155,3	46,5	-9,2	-259,6	-246,8	0,4
2008 ott.	-97,7	-0,4	-97,3	.	.	.	9,2	-1,7	-131,1	4,2	-17,7	34,0	-2,8	8,0
nov.	-49,9	-30,3	-19,6	.	.	.	33,3	-20,0	-2,1	58,1	5,7	-87,2	-68,4	0,4
dic.	-225,5	-205,8	-19,7	.	.	.	8,0	-14,5	-22,1	-15,7	2,9	-206,4	-175,6	-7,9
2009 gen.	-14,3	36,9	-51,2	.	.	.	27,2	11,3	20,8	13,5	-5,8	-51,2	12,1	-5,4
feb.	-109,0	-114,3	5,4	.	.	.	20,6	7,4	-25,2	36,0	-2,9	-100,3	-157,7	-1,1
<b>Altre variazioni</b>														
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	-206,4	-120,6	-85,7	-2,4	-1,4	-1,0	-76,5	24,5	-43,6	-63,9	3,9	-94,4	-81,3	4,3
2007	-404,9	-328,5	-76,3	-4,5	-3,7	-0,8	-79,7	-18,8	-157,2	-125,8	-56,4	-126,1	-184,0	14,6
<b>Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio</b>														
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	-321,7	-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	-501,6	-244,1	-257,5	-5,6	-2,7	-2,9	-110,0	27,1	-194,5	-124,1	.	-182,2	-147,1	-14,9
<b>Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi</b>														
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	297,0	309,5	-12,5	3,5	3,6	-0,1	61,2	39,4	215,7	270,1	3,9	.	.	16,3
2007	156,6	-63,8	220,3	1,7	-0,7	2,5	29,6	12,3	151,7	-76,1	-56,4	.	.	31,6
<b>Altre variazioni dovute ad altre rettifiche</b>														
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	-181,4	-222,3	40,9	-2,1	-2,6	0,5	-67,0	-26,6	-128,2	-216,0	.	10,2	20,3	3,7
2007	-59,5	-20,7	-38,9	-0,7	-0,2	-0,4	0,6	-58,2	-114,3	74,4	.	56,0	-36,8	-1,9
<b>Tassi di crescita delle consistenze</b>														
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	-	.	.	.	15,0	10,6	13,8	16,3	.	19,5	18,4	0,2
2007	15,5	14,5	-	.	.	.	15,2	14,0	10,0	10,1	.	20,5	20,4	1,6
2008 2° trim.	10,2	10,4	-	.	.	.	13,3	10,3	7,6	7,0	.	9,8	14,8	1,4
3° trim.	8,2	8,1	-	.	.	.	12,2	8,9	5,3	6,6	.	7,4	9,6	-0,4
4° trim.	2,8	4,8	-	.	.	.	10,1	3,2	-0,6	7,1	.	0,4	3,4	1,1

Fonte: BCE.

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

## 7.3 Conto finanziario

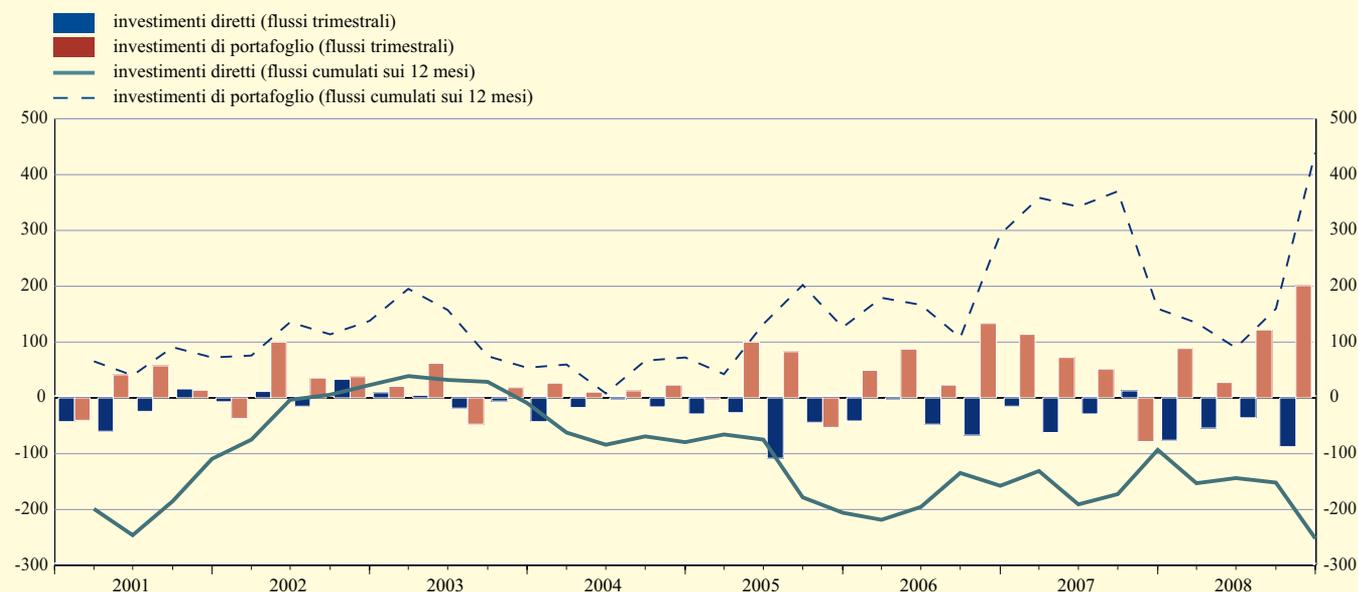
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni nel periodo)

### 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
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>														
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 3° trim.	3.777,4	3.007,4	253,2	2.754,2	770,1	6,7	763,4	3.198,8	2.371,8	65,7	2.306,2	826,9	18,3	808,7
4° trim.	3.753,7	2.970,1	241,2	2.728,8	783,6	6,4	777,2	3.185,7	2.368,9	65,6	2.303,3	816,8	17,1	799,7
<b>Transazioni</b>														
2007	474,2	355,5	24,6	330,9	118,7	-0,1	118,8	381,7	267,4	5,2	262,2	114,3	1,4	112,9
2008	351,0	234,6	15,2	219,4	116,4	-0,2	116,6	99,7	69,0	-1,2	70,2	30,7	1,5	29,2
2008 2° trim.	45,0	16,3	7,6	8,8	28,7	-1,9	30,5	-8,4	-5,2	-2,1	-3,1	-3,2	1,0	-4,3
3° trim.	88,7	65,7	-7,6	73,4	22,9	-0,4	23,3	52,8	30,9	0,8	30,2	21,9	0,5	21,4
4° trim.	50,5	35,0	7,1	28,0	15,5	-0,3	15,8	-36,2	0,7	0,0	0,7	-36,9	-0,2	-36,7
2008 ott.	9,2	12,7	2,3	10,4	-3,5	0,0	-3,4	-1,7	1,7	-0,8	2,6	-3,5	0,0	-3,5
nov.	33,3	15,2	2,6	12,6	18,1	0,2	17,9	-20,0	-3,6	0,4	-4,0	-16,3	0,0	-16,4
dic.	8,0	7,2	2,2	5,0	0,8	-0,5	1,3	-14,5	2,6	0,5	2,1	-17,1	-0,2	-16,9
2009 gen.	27,2	15,1	5,6	9,5	12,1	1,6	10,5	11,3	6,3	0,6	5,7	5,0	0,4	4,6
feb.	20,6	9,0	1,0	8,1	11,6	0,5	11,1	7,4	5,5	0,4	5,1	1,9	0,1	1,8
<b>Tassi di crescita</b>														
2006	15,0	14,6	20,1	14,1	17,1	-2,9	17,2	10,6	12,3	10,2	12,4	5,5	-1,2	5,6
2007	15,2	14,0	11,1	14,3	20,1	-82,4	20,3	14,0	12,8	8,5	12,9	18,0	9,0	18,2
2008 2° trim.	13,3	11,1	11,7	11,1	22,6	11,0	22,7	10,3	7,8	2,5	8,0	18,5	15,6	18,5
3° trim.	12,2	10,2	1,1	11,1	20,6	11,5	20,7	8,9	6,4	1,0	6,5	17,2	15,6	17,2
4° trim.	10,1	8,3	6,2	8,5	17,1	-4,5	17,3	3,2	3,0	-1,9	3,1	4,1	8,4	4,0

## F34 Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

**7.3 Conto finanziario**

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

**3. Investimenti di portafoglio: attività**

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																				
	Totale	Azioni e altre partecipazioni						Strumenti di debito													
		Totale	IFM		non IFM		Totale	IFM		non IFM		Strumenti di mercato monetario									
1	2	3	Euro-sistema	4	5	Ammini-strazioni pubbliche	6	7	8	Euro-sistema	9	10	Ammini-strazioni pubbliche	11	12	13	Euro-sistema	14	15	Ammini-strazioni pubbliche	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 3° trim.	4.281,0	1.510,5	88,2	2,7	1.422,3	39,0	2.287,9	990,8	23,2	1.297,1	19,4	482,6	390,8	55,1	91,9	0,7					
4° trim.	3.747,3	1.154,7	70,2	2,9	1.084,5	28,1	2.147,3	957,6	19,2	1.189,7	17,0	445,3	376,8	61,6	68,5	1,2					
<b>Transazioni</b>																					
2007	439,5	79,5	36,0	-0,4	43,6	5,5	282,5	153,6	3,8	128,9	2,0	77,5	68,5	25,0	9,0	0,3					
2008	-14,7	-113,0	-55,4	0,6	-57,6	-0,5	91,1	49,7	6,9	41,4	2,4	7,1	24,9	24,5	-17,8	0,3					
2008 2° trim.	134,5	32,3	-6,2	0,1	38,5	0,8	93,8	36,9	8,3	56,9	1,5	8,3	18,1	20,8	-9,8	0,2					
3° trim.	-60,9	-51,3	-4,4	0,1	-46,9	0,6	19,9	-0,8	-0,2	20,6	1,1	-29,4	-33,0	-1,2	3,6	-0,2					
4° trim.	-155,3	-49,7	-4,0	0,4	-45,6	-1,3	-59,6	-15,3	-4,5	-44,3	-0,5	-46,1	-19,0	-1,8	-27,1	0,2					
2008 ott.	-131,1	-45,7	-8,2	0,0	-37,5	.	-31,0	-11,4	-1,6	-19,6	.	-54,4	-31,5	-0,5	-22,9	.					
nov.	-2,1	1,1	5,9	0,3	-4,9	.	-5,3	1,3	-1,4	-6,6	.	2,2	3,0	-0,8	-0,8	.					
dic.	-22,1	-5,0	-1,7	0,1	-3,3	.	-23,3	-5,2	-1,5	-18,1	.	6,2	9,5	-0,5	-3,3	.					
2009 gen.	20,8	7,8	-0,2	0,0	8,0	.	10,9	7,7	-0,7	3,2	.	2,2	1,7	1,0	0,4	.					
feb.	-25,2	-8,0	-3,7	0,0	-4,3	.	-12,5	-2,3	0,3	-10,2	.	-4,7	-0,3	1,5	-4,4	.					
<b>Tassi di crescita</b>																					
2006	13,8	9,0	17,5	0,9	8,4	22,1	17,1	24,1	15,8	12,5	9,0	21,3	22,2	220,7	20,4	-27,3					
2007	10,0	4,0	29,0	-13,1	2,3	14,4	13,8	17,8	30,1	10,8	14,0	20,8	22,5	225,0	13,0	173,4					
2008 2° trim.	7,6	1,5	-27,7	0,6	3,9	7,9	10,4	11,2	75,6	9,8	17,1	21,2	29,6	216,0	-9,9	-92,8					
3° trim.	5,3	-2,4	-26,2	6,6	-0,6	4,4	9,8	10,3	65,0	9,4	19,3	16,9	22,7	146,4	-5,8	-94,1					
4° trim.	-0,6	-6,5	-37,8	26,0	-3,9	-1,3	4,1	5,3	26,0	3,3	14,5	1,3	7,0	94,5	-22,7	52,8					

**4. Investimenti di portafoglio: passività**

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
	Totale	Azioni e altre partecipazioni				Strumenti di debito							
		Totale	IFM	non IFM		Totale	IFM	non IFM		Totale	IFM	non IFM	
1	2	3	4	5	6	7	Ammini-strazioni pubbliche	8	9	10	11	Ammini-strazioni pubbliche	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 3° trim.	6.029,1	2.414,9	715,4	1.699,3	3.152,6	1.150,5	2.001,6	1.253,7	461,6	176,6	285,0	228,4	
4° trim.	5.978,2	2.126,5	680,8	1.445,7	3.275,8	1.165,8	2.110,1	1.383,1	575,8	171,7	404,1	339,3	
<b>Transazioni</b>													
2007	599,3	127,6	76,7	50,6	433,0	229,7	203,4	148,6	38,6	41,1	-2,6	8,1	
2008	424,5	-77,1	93,4	-170,5	281,6	45,1	237,0	197,4	219,9	-6,7	226,6	198,8	
2008 2° trim.	161,7	-17,7	17,6	-35,3	155,5	57,7	97,9	44,2	24,0	3,5	20,6	10,7	
3° trim.	60,7	-73,6	-14,9	-58,8	63,9	10,3	53,7	54,8	70,4	-4,2	74,7	52,3	
4° trim.	46,5	-45,9	17,8	-63,8	-13,0	-42,0	29,0	32,8	105,5	-11,0	116,5	108,7	
2008 ott.	4,2	-60,4	.	.	-14,6	.	.	.	79,2	.	.	.	
nov.	58,1	20,5	.	.	30,5	.	.	.	7,0	.	.	.	
dic.	-15,7	-6,1	.	.	-29,0	.	.	.	19,3	.	.	.	
2009 gen.	13,5	-44,5	.	.	27,8	.	.	.	30,2	.	.	.	
feb.	36,0	-5,7	.	.	35,7	.	.	.	5,9	.	.	.	
<b>Tassi di crescita</b>													
2006	16,3	12,1	17,5	10,6	22,9	25,9	21,2	15,2	1,5	21,5	-10,0	-11,2	
2007	10,1	4,4	11,4	2,3	16,3	24,3	11,9	14,6	12,7	33,7	-0,2	6,6	
2008 2° trim.	7,0	0,8	11,5	-2,6	13,1	14,6	12,3	16,0	8,7	23,6	0,8	3,7	
3° trim.	6,6	-2,4	5,6	-5,1	13,0	10,9	14,3	17,8	26,0	19,1	34,3	27,6	
4° trim.	7,1	-3,4	12,8	-8,8	9,9	4,1	13,4	18,1	65,5	-3,7	135,6	144,4	

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 3° trim.	5.476,5	34,2	33,2	1,0	3.553,1	3.477,3	75,8	100,8	12,3	39,9	8,7	1.788,5	199,8	1.365,6	371,0
4° trim.	5.222,0	33,5	32,5	1,0	3.284,5	3.226,8	57,7	101,4	12,0	41,2	7,0	1.802,6	190,2	1.388,9	379,7
Transazioni															
2007	910,9	22,0	22,0	0,0	548,3	541,0	7,3	-7,6	-1,4	-7,2	-2,0	348,3	13,7	292,7	38,7
2008	24,2	-4,3	-4,3	0,0	-31,0	-50,0	19,0	-7,0	-1,1	-6,7	-5,9	66,4	13,3	-5,9	-50,7
2008 2° trim.	-112,5	-9,3	-9,3	0,0	-102,4	-103,4	0,9	6,2	-0,4	5,9	5,6	-7,0	10,3	-30,1	-56,4
3° trim.	101,0	-1,9	-1,9	0,0	81,3	81,3	0,0	-8,0	-0,1	-8,8	-8,3	29,6	2,7	6,8	-1,5
4° trim.	-259,6	-2,2	-2,3	0,0	-227,2	-240,8	13,7	-0,3	-0,3	1,0	-1,9	-29,9	-5,6	-23,6	-9,5
2008 ott.	34,0	-4,2	.	.	20,5	.	.	-0,2	.	.	-2,8	17,9	.	.	17,1
nov.	-87,2	4,3	.	.	-86,1	.	.	7,2	.	.	8,1	-12,6	.	.	-0,4
dic.	-206,4	-2,3	.	.	-161,5	.	.	-7,3	.	.	-7,2	-35,3	.	.	-26,1
2009 gen.	-51,2	-2,4	.	.	-52,6	.	.	13,4	.	.	11,3	-9,7	.	.	-3,6
feb.	-100,3	-3,6	.	.	-91,0	.	.	-7,8	.	.	-3,2	2,1	.	.	-2,1
Tassi di crescita															
2006	19,5	-37,6	-40,0	1,6	21,1	21,3	10,7	-5,5	-26,1	-4,3	24,5	20,0	3,4	24,5	8,5
2007	20,5	157,3	173,8	-1,7	18,8	18,9	11,5	-6,4	-9,7	-12,4	-13,1	25,2	7,4	27,3	9,8
2008 2° trim.	9,8	25,4	26,9	-1,1	7,5	7,5	6,4	-12,1	-9,9	-22,9	-34,1	16,2	11,9	15,7	-11,0
3° trim.	7,4	2,0	2,3	0,3	7,6	7,5	10,5	-5,1	-8,9	-13,2	-31,4	7,9	12,5	3,7	-12,5
4° trim.	0,4	-13,6	-14,0	5,0	-0,9	-1,5	27,0	-6,5	-8,6	-14,1	-45,7	3,8	7,0	-0,5	-12,0

### 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 3° trim.	5.957,5	371,8	371,4	0,3	4.197,0	4.126,6	70,4	52,3	0,0	48,8	3,4	1.336,5	170,0	1.062,0	104,4
4° trim.	5.683,5	481,7	481,5	0,3	3.774,7	3.718,0	56,7	61,3	0,0	57,7	3,6	1.365,8	166,8	1.090,4	108,6
Transazioni															
2007	956,9	91,4	91,4	0,0	635,2	630,4	4,8	-0,9	0,0	-1,8	0,9	231,3	9,9	224,4	-3,0
2008	184,7	280,0	280,0	0,1	-173,3	-191,3	18,0	9,4	0,0	10,8	-1,4	68,6	6,8	62,8	-1,1
2008 2° trim.	2,3	42,0	42,1	-0,1	-25,4	-23,4	-2,1	-1,2	0,0	-1,5	0,3	-13,0	5,3	-11,4	-6,8
3° trim.	83,8	107,8	107,7	0,1	-26,9	-30,9	4,0	2,2	0,0	2,4	-0,1	0,7	1,5	2,8	-3,7
4° trim.	-246,8	110,6	110,7	-0,1	-403,6	-416,9	13,4	8,9	0,0	8,5	0,4	37,3	-3,4	34,4	6,2
2008 ott.	-2,8	130,8	.	.	-177,5	.	.	6,7	.	.	.	37,1	.	.	.
nov.	-68,4	-31,6	.	.	-52,6	.	.	2,7	.	.	.	13,0	.	.	.
dic.	-175,6	11,4	.	.	-173,5	.	.	-0,5	.	.	.	-12,9	.	.	.
2009 gen.	12,1	-59,1	.	.	99,2	.	.	2,1	.	.	.	-30,0	.	.	.
feb.	-157,7	-27,9	.	.	-107,2	.	.	-4,9	.	.	.	-17,7	.	.	.
Tassi di crescita															
2006	18,4	22,4	22,4	5,7	16,1	16,1	13,3	3,6	-24,1	4,2	-3,2	27,3	9,8	31,9	17,6
2007	20,4	79,2	79,4	-6,9	18,3	18,5	8,8	-1,6	29,1	-3,6	18,0	21,4	6,7	27,4	-1,5
2008 2° trim.	14,8	72,5	72,7	-6,3	11,7	11,8	3,0	-8,4	22,9	-5,9	-33,4	18,5	9,9	23,8	-9,1
3° trim.	9,6	126,0	126,3	10,3	7,1	7,1	7,2	-9,6	54,1	-6,0	-42,4	3,0	9,2	4,0	-13,5
4° trim.	3,4	140,9	141,1	20,8	-4,4	-4,9	26,8	18,2	-4,8	23,3	-28,1	5,3	4,3	6,1	-1,3

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		
	<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>																
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 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	18,1	117,8	0,5	100,0	17,2	-2,1	0,0	188,9	-185,3	
4° trim.	383,9	217,0	349,190	4,7	7,3	154,8	7,6	8,0	129,5	0,6	111,0	17,9	9,7	0,1	253,1	-245,7	
2009 gen.	409,9	251,2	350,157	5,0	7,7	145,9	6,1	6,2	137,0	-	-	-	-3,4	0,1	212,1	-197,2	
feb.	419,7	263,1	349,401	5,0	7,6	144,0	6,7	5,8	135,1	-	-	-	-3,7	0,1	170,2	-153,5	
mar.	395,8	240,4	349,059	4,8	8,4	142,2	8,4	3,7	129,9	-	-	-	0,2	0,1	155,4	-141,4	
	<b>Transazioni</b>																
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	3,9	-2,1	-	-0,1	3,7	2,3	4,9	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,1	-	-	
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.	0,4	-0,9	-	0,0	3,2	-2,0	0,5	-10,7	7,1	0,0	6,2	0,9	1,1	0,1	-	-	
	<b>Tassi di crescita</b>																
2005	-5,8	-2,8	-	4,4	-44,7	-3,8	-2,0	-23,7	1,6	2,2	6,9	-7,9	20,5	-	-	-	
2006	0,2	-2,4	-	11,6	-48,8	7,2	-48,4	10,6	13,1	0,0	28,4	-15,3	-73,2	-	-	-	
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,2	6,3	15,0	6,2	5,7	1,1	18,5	-27,5	-59,1	-	-	-	
2008 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.	1,1	-1,0	-	-2,6	104,7	1,7	66,0	-69,0	10,8	27,7	18,0	-20,7	-26,2	-	-	-	

Fonte: BCE.

## 7.3 Conto finanziario

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

### 8. Scomposizione geografica

	Totale	Unione europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Cina	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2007</b>	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
<b>Investimenti diretti</b>	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/utili 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/utili 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
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	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
<b>Altri investimenti</b>	-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
<b>dal 1° trim. 2008 al 4° trim. 2008</b>	Transazioni cumulate														
<b>Investimenti diretti</b>	251,3	83,4	1,1	3,8	52,7	25,7	0,0	4,1	3,7	4,7	8,7	84,4	31,8	0,0	30,5
All'estero	351,0	72,6	2,9	20,8	26,9	22,0	0,0	9,8	3,6	6,1	21,5	107,3	41,1	0,0	89,0
Azioni/utili reinvestiti	234,6	41,5	1,9	8,6	19,3	11,6	0,0	9,3	4,0	4,3	23,1	70,8	29,9	0,0	51,8
Debito	116,4	31,0	0,9	12,2	7,6	10,4	0,0	0,6	-0,4	1,8	-1,5	36,5	11,1	0,0	37,2
Nell'area dell'euro	99,7	-10,8	1,8	17,1	-25,9	-3,8	0,0	5,8	-0,1	1,4	12,8	22,9	9,2	0,0	58,5
Azioni/utili reinvestiti	69,0	-3,8	-0,1	10,9	-16,5	1,9	0,0	3,5	0,2	3,0	4,9	23,3	24,6	0,0	13,3
Debito	30,7	-6,9	1,9	6,2	-9,3	-5,7	0,0	2,3	-0,3	-1,6	7,9	-0,4	-15,4	0,0	45,2
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	-14,7	79,9	2,3	-5,7	82,1	0,8	0,5	16,6	0,9	-6,4	-13,1	-54,7	-35,1	-1,8	-0,9
Azioni	-113,0	-14,2	0,2	-6,2	-7,5	-0,8	0,1	7,2	0,2	-26,0	-12,8	-36,5	0,7	0,0	-31,6
Strumenti di debito	98,2	94,1	2,0	0,5	89,5	1,6	0,5	9,4	0,7	19,6	-0,3	-18,2	-35,8	-1,8	30,7
Obbligazioni e note	91,1	93,6	-0,3	0,2	93,4	1,1	-0,8	8,9	0,3	-3,3	1,2	8,4	-41,3	-1,1	24,5
Strumenti di mercato monetario	7,1	0,6	2,3	0,3	-3,9	0,6	1,3	0,5	0,3	23,0	-1,5	-26,6	5,5	-0,7	6,1
<b>Altri investimenti</b>	-160,5	-303,1	10,7	6,5	-384,1	71,4	-7,6	0,3	14,7	40,9	22,8	-225,8	121,0	24,6	144,1
Attività	24,2	-75,4	-12,5	0,2	-143,4	73,0	7,4	3,6	-3,1	17,8	-6,9	-44,2	27,6	-1,1	105,9
Amministrazioni pubbliche	-7,0	-5,8	-0,1	0,3	-6,8	-0,5	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,7	-1,8
IFM	-35,3	-79,2	-12,9	0,3	-142,0	69,4	6,0	3,0	-5,0	19,9	-5,4	-29,9	11,9	-1,8	51,4
Altri settori	66,4	9,7	0,5	-0,4	5,4	4,1	0,1	0,6	1,9	-2,1	-1,5	-14,3	15,7	0,0	56,4
Passività	184,7	227,7	-23,2	-6,3	240,6	1,6	14,9	3,4	-17,8	-23,1	-29,8	181,6	-93,3	-25,7	-38,2
Amministrazioni pubbliche	9,4	3,8	0,0	-0,1	-1,0	0,0	4,8	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,2	0,0	5,8	-0,1
IFM	106,7	197,4	-23,8	-8,3	227,6	-2,0	3,9	2,7	-18,5	-23,3	-34,3	186,0	-108,0	-31,4	-63,8
Altri settori	68,6	26,5	0,6	2,1	14,1	3,6	6,2	0,7	0,7	0,1	4,9	-4,6	14,6	-0,1	25,7

Fonte: BCE.

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

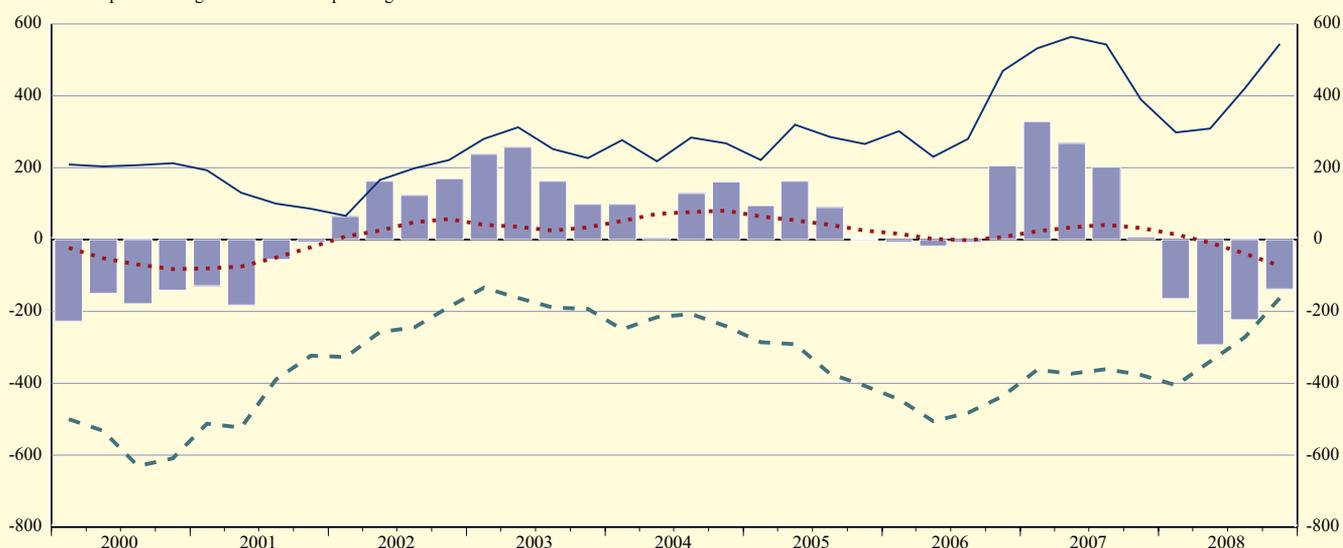
(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3											Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3
	Saldo di conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio			Altri investimenti		Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni	Totale delle colonne da 1 a 10	
		All'estero da residenti (istituzioni diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni <sup>2)</sup>	Strumenti di debito <sup>3)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2006	7,9	-390,3	264,2	-282,3	237,5	468,9	-225,0	225,8	3,6	-138,5	171,8	205,1
2007	32,4	-451,4	379,2	-182,4	81,9	389,8	-340,9	230,4	-67,3	-64,8	7,0	7,1
2008	-74,1	-336,5	97,5	34,3	-127,6	545,0	-60,3	78,5	-30,8	-231,9	-105,8	-137,5
2007 4° trim.	15,9	-122,6	127,2	-19,5	-38,8	26,5	-38,8	0,9	-23,2	83,3	10,7	-14,3
2008 1° trim.	-9,8	-156,3	91,6	-20,1	18,8	73,2	-68,8	43,2	-22,8	-23,8	-74,6	-85,7
2° trim.	-25,8	-39,2	-9,4	-85,4	-33,9	151,6	0,7	-14,2	-8,8	-52,8	-117,3	-127,3
3° trim.	-19,5	-97,0	52,1	22,8	-69,6	170,1	-21,8	2,9	-8,5	-41,6	-10,2	3,6
4° trim.	-19,0	-44,0	-36,8	117,0	-42,9	150,1	29,7	46,6	9,3	-113,7	96,3	71,9
2008 feb.	10,0	-40,8	24,0	-4,5	26,0	3,2	-37,9	-7,3	2,3	8,4	-16,6	-18,2
mar.	-4,7	-18,3	-2,5	-22,6	-0,4	13,6	-33,0	23,2	3,8	-2,8	-43,8	-48,1
apr.	-5,9	9,0	-28,0	-22,2	-44,7	52,9	-3,0	-8,4	-3,0	-20,2	-73,5	-73,9
mag.	-21,1	-23,8	18,2	-44,2	-1,2	37,4	0,9	-5,2	-10,6	-18,0	-67,5	-69,6
giu.	1,2	-24,4	0,4	-19,0	12,0	61,2	2,7	-0,6	4,7	-14,6	23,7	16,3
lug.	-2,5	-38,0	22,9	7,1	-8,2	30,2	-1,7	14,1	-0,1	-44,4	-20,6	-11,9
ago.	-10,6	-21,5	11,1	-2,2	-17,0	33,3	4,8	-9,1	-8,4	9,5	-10,1	-7,8
set.	-6,4	-37,4	18,1	17,9	-44,5	106,6	-25,0	-2,2	0,0	-6,8	20,4	23,3
ott.	-4,4	-6,7	-2,1	80,0	-59,9	91,9	-18,0	43,9	17,7	-93,0	49,5	41,7
nov.	-11,8	-30,5	-20,2	12,4	-0,7	69,5	5,3	15,9	-5,8	-6,1	28,0	14,0
dic.	-2,8	-6,8	-14,5	24,6	17,7	-11,3	42,4	-13,2	-2,6	-14,6	18,9	16,1
2009 gen.	-19,2	-20,0	10,9	-11,6	-60,7	46,9	-3,8	-27,9	5,8	-32,0	-111,6	-118,3
feb.	-1,4	-19,2	7,3	19,0	-7,5	55,3	5,7	-22,6	2,9	6,8	46,3	32,2
	<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>											
2009 feb.	-89,6	-237,7	21,6	39,2	-215,1	587,5	-22,5	7,9	4,5	-236,2	-140,3	-186,0

## F35 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)

- attività nette sull'estero delle IFM
- saldo di conto corrente e conto capitale
- investimenti azionari diretti e di portafoglio all'estero effettuati da settori diversi dalle IFM
- passività degli investimenti di portafoglio sotto forma di strumenti di debito <sup>3)</sup>



Fonte: BCE.

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

## 7.5 Commercio di beni

### 1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica <sup>1)</sup> (dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	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	11,4	8,9	1.506,2	739,2	326,3	401,2	1.281,1	1.490,8	913,7	234,5	323,3	1.021,0	227,5
2008	3,8	7,3	1.560,6	768,9	333,7	409,6	1.306,2	1.591,2	1.009,8	228,6	327,4	1.022,7	287,3
2008 1° trim.	6,8	8,6	398,3	196,8	84,2	106,8	339,2	402,9	254,0	58,5	82,7	264,3	70,7
2° trim.	8,5	11,1	398,0	197,3	83,9	104,5	331,7	404,0	257,9	55,9	81,8	257,2	75,9
3° trim.	5,6	12,5	398,7	198,8	84,3	102,8	330,6	411,0	268,6	58,2	82,4	259,6	85,5
4° trim.	-5,0	-2,5	365,5	175,9	81,3	95,6	304,7	373,2	229,2	56,0	80,6	241,6	55,2
2008 set.	9,2	15,6	133,4	65,8	29,1	34,5	110,1	136,0	88,1	19,1	27,7	86,0	26,0
ott.	0,2	3,3	129,3	63,3	28,2	33,5	107,6	131,5	83,4	18,6	27,3	83,4	23,2
nov.	-11,6	-5,4	119,5	57,6	26,0	31,3	98,9	123,9	75,9	19,0	26,8	80,6	17,4
dic.	-3,7	-5,9	116,7	55,0	27,2	30,8	98,2	117,9	69,9	18,4	26,5	77,6	14,6
2009 gen.	-24,8	-22,9	102,8	48,5	20,9	28,7	85,5	108,1	62,5	16,0	26,0	72,9	11,8
feb.	-23,9	-21,4	103,3	.	.	.	86,1	107,2	.	.	70,3	.	.
Indici di volume (non dest.; 2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2007	8,9	7,3	144,8	141,8	153,3	144,9	142,1	129,3	123,4	143,5	141,9	134,8	107,7
2008	1,5	-0,5	146,7	142,3	156,3	146,3	143,5	128,0	121,4	141,2	141,0	133,4	106,1
2008 1° trim.	4,6	0,3	151,4	148,3	158,5	152,8	150,3	132,8	126,8	144,0	143,3	139,4	108,8
2° trim.	7,1	2,3	150,6	147,1	158,3	149,8	147,3	130,5	123,2	140,9	144,2	137,2	102,4
3° trim.	2,7	1,3	148,6	144,9	158,2	146,1	144,8	127,0	120,9	146,1	141,6	134,9	106,5
4° trim.	-7,6	-5,8	136,4	128,8	150,3	136,6	131,5	121,9	114,9	133,9	134,8	122,2	106,5
2008 set.	5,8	5,1	148,6	143,1	164,2	146,4	144,1	126,9	121,0	141,7	141,6	132,5	105,7
ott.	-2,7	-3,6	144,6	138,5	158,0	143,3	140,2	125,8	119,1	137,8	139,0	128,3	108,5
nov.	-14,2	-9,0	133,6	126,0	143,9	134,2	127,9	120,4	113,1	135,8	133,0	121,3	101,4
dic.	-5,9	-4,8	130,9	121,9	149,1	132,2	126,5	119,5	112,5	128,2	132,3	117,0	109,6
2009 gen.	-24,7	-17,0	117,5	109,6	115,0	126,6	111,3	115,4	109,0	115,6	129,3	112,2	101,9
feb.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

### 2. Prezzi <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) <sup>3)</sup>							Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.)						
	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Manufatti	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Manufatti		
		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			
in perc. del totale	100,0	100,0	32,2	46,3	17,7	3,8	99,4	100,0	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2007	101,4	0,2	2,4	-0,7	0,5	2,6	0,2	106,4	0,1	2,4	-3,6	0,5	1,6	-0,3
2008	102,9	1,5	1,5	-0,3	2,0	26,2	1,5	114,3	7,4	-0,1	-3,5	2,4	28,2	0,9
2008 3° trim.	104,4	2,8	2,3	-0,2	1,9	47,2	2,6	119,9	12,0	1,3	-3,6	2,3	42,8	2,0
4° trim.	102,2	0,8	2,6	1,2	2,5	-14,9	0,7	107,9	-1,6	0,6	-1,6	3,7	-8,6	0,1
2009 1° trim.	100,9	-1,0	-0,7	0,8	1,4	-30,4	-1,2	.	.	.	.	.	.	.
2008 ott.	103,7	2,3	3,4	1,1	2,8	10,5	2,2	113,3	4,4	1,7	-1,9	3,8	10,3	1,5
nov.	102,5	1,0	3,0	1,8	2,9	-19,6	0,8	108,1	-1,9	1,2	-1,2	4,4	-10,3	0,5
dic.	100,6	-0,8	1,6	0,7	1,9	-33,2	-0,9	102,3	-7,2	-0,9	-1,6	3,0	-24,4	-1,6
2009 gen.	101,0	-0,7	0,3	0,8	1,2	-28,9	-0,8	103,0	-7,4	-2,2	-0,1	2,6	-26,2	-1,6
feb.	101,1	-1,0	-0,6	0,8	1,6	-30,0	-1,1	103,2	-8,0	-3,5	0,9	2,8	-27,8	-1,9
mar.	100,7	-1,5	-1,7	0,7	1,3	-32,1	-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 nonchè anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- 3) I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non-nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

**7.5 Commercio di beni**

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

**3. Scomposizione per area geografica**

	Totale	Unione Europea 27 (paesi esterni all'area dell'euro)				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia		Africa	America Latina	Altri paesi	
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Esportazioni (f.o.b.)</b>															
2007	1.506,2	34,2	55,7	230,9	216,4	67,9	82,3	41,5	195,9	296,4	60,6	34,4	87,6	61,5	136,0
2008	1.560,6	35,1	54,2	221,8	231,5	78,5	86,1	42,9	186,8	308,6	65,6	33,4	100,6	68,0	146,5
2007 3° trim.	381,3	8,7	14,3	58,8	55,0	17,4	20,7	10,3	49,3	75,1	15,6	8,6	22,1	15,4	34,1
4° trim.	384,1	8,6	13,8	58,3	56,3	17,9	20,9	10,8	47,6	76,4	15,8	8,3	22,4	15,6	35,6
2008 1° trim.	398,3	8,9	14,0	57,2	59,0	20,0	21,4	12,3	49,7	79,4	17,2	8,6	24,2	16,2	36,0
2° trim.	398,0	9,1	14,5	58,4	59,6	20,1	22,0	11,3	47,3	77,8	17,0	8,5	25,0	16,5	36,5
3° trim.	398,7	9,1	14,1	56,6	60,3	20,7	21,7	10,8	46,3	76,7	16,0	8,2	26,7	17,8	37,8
4° trim.	365,5	8,0	11,6	49,7	52,6	17,7	21,0	8,4	43,5	74,6	15,5	8,0	24,8	17,4	36,2
2008 set.	133,4	2,9	4,6	18,7	20,2	7,0	7,3	3,5	15,8	25,5	5,2	2,7	8,8	6,1	13,0
ott.	129,3	2,9	4,4	18,3	19,4	6,7	7,2	3,2	14,8	25,2	5,4	2,7	8,6	6,2	12,3
nov.	119,5	2,5	3,8	16,0	17,5	5,4	7,0	2,7	14,7	24,7	5,2	2,7	8,2	5,3	11,7
dic.	116,7	2,5	3,4	15,3	15,6	5,6	6,8	2,6	14,0	24,7	4,9	2,6	8,0	6,0	12,1
2009 gen.	102,8	2,6	3,3	14,3	15,1	4,3	6,7	2,5	13,0	20,6	4,6	2,5	7,7	4,1	8,7
feb.	103,3	.	.	.	.	4,4	6,6	2,6	13,5	22,1	4,6	2,5	7,8	4,4	.
<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	2,1	6,5	4,4	9,4
<b>Importazioni (c.i.f.)</b>															
2007	1.490,8	28,8	52,2	169,6	169,6	102,2	67,2	32,3	131,7	455,6	172,6	59,1	113,4	75,0	93,1
2008	1.591,2	30,2	52,2	165,3	185,6	117,5	69,6	32,2	137,1	476,9	184,1	56,4	139,5	80,7	104,5
2007 3° trim.	375,1	7,3	12,9	43,2	43,0	24,7	17,1	8,2	33,3	115,3	44,7	14,8	27,8	18,6	23,8
4° trim.	385,3	7,1	13,3	42,8	44,1	28,6	16,6	8,2	32,4	114,7	43,5	14,8	31,1	20,2	26,0
2008 1° trim.	402,9	7,4	13,7	43,7	46,5	29,4	16,9	8,6	34,7	121,3	45,0	14,9	34,3	20,1	26,5
2° trim.	404,0	7,7	13,6	42,1	47,4	30,6	17,5	8,4	33,9	119,9	45,2	14,5	36,8	19,8	26,2
3° trim.	411,0	7,9	13,4	42,3	47,9	33,4	17,8	8,1	34,9	123,0	47,5	13,9	37,7	21,0	23,5
4° trim.	373,2	7,2	11,5	37,2	43,8	24,1	17,4	7,1	33,6	112,8	46,4	13,1	30,6	19,7	28,3
2008 set.	136,0	2,6	4,5	14,0	15,9	10,8	5,9	2,7	11,5	40,3	15,8	4,6	12,3	7,1	8,3
ott.	131,5	2,4	4,3	13,9	15,6	9,4	5,9	2,5	11,0	39,4	15,9	4,5	10,8	6,8	9,6
nov.	123,9	2,4	3,8	12,1	15,0	7,9	5,8	2,5	11,1	37,5	15,4	4,4	10,2	6,6	9,1
dic.	117,9	2,4	3,5	11,2	13,1	6,8	5,7	2,1	11,5	35,9	15,1	4,3	9,7	6,4	9,6
2009 gen.	108,1	2,3	3,2	10,9	12,8	6,2	5,6	2,1	10,2	34,0	14,6	4,2	8,0	4,7	8,1
feb.	107,2	.	.	.	.	5,3	5,4	2,3	10,8	32,0	13,4	4,0	8,2	5,2	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2008	100,0	1,9	3,3	10,4	11,7	7,4	4,4	2,0	8,6	30,0	11,6	3,5	8,8	5,1	6,6
<b>Saldo</b>															
2007	15,4	5,5	3,5	61,2	46,7	-34,3	15,1	9,1	64,2	-159,2	-112,0	-24,6	-25,8	-13,5	42,9
2008	-30,6	4,9	2,0	56,5	45,9	-39,0	16,5	10,7	49,7	-168,4	-118,4	-23,1	-38,8	-12,7	42,0
2007 3° trim.	6,1	1,4	1,4	15,7	11,9	-7,3	3,6	2,1	16,0	-40,2	-29,1	-6,2	-5,7	-3,2	10,4
4° trim.	-1,2	1,5	0,4	15,4	12,2	-10,8	4,3	2,6	15,1	-38,3	-27,7	-6,5	-8,7	-4,6	9,7
2008 1° trim.	-4,6	1,5	0,3	13,6	12,4	-9,4	4,5	3,7	15,0	-41,8	-27,8	-6,3	-10,1	-3,9	9,5
2° trim.	-6,0	1,4	0,9	16,2	12,2	-10,5	4,5	2,9	13,4	-42,2	-28,2	-6,0	-11,9	-3,3	10,3
3° trim.	-12,3	1,2	0,7	14,2	12,4	-12,7	3,9	2,7	11,4	-46,2	-31,5	-5,6	-11,0	-3,2	14,3
4° trim.	-7,7	0,8	0,0	12,5	8,8	-6,4	3,6	1,3	10,0	-38,2	-30,8	-5,2	-5,8	-2,3	7,9
2008 set.	-2,5	0,3	0,1	4,8	4,3	-3,8	1,3	0,9	4,2	-14,7	-10,6	-1,9	-3,5	-1,0	4,7
ott.	-2,2	0,5	0,1	4,4	3,8	-2,6	1,3	0,7	3,8	-14,2	-10,5	-1,8	-2,2	-0,6	2,8
nov.	-4,4	0,1	0,0	4,0	2,5	-2,5	1,2	0,2	3,6	-12,8	-10,2	-1,7	-2,0	-1,3	2,7
dic.	-1,2	0,1	-0,1	4,1	2,5	-1,3	1,1	0,5	2,5	-11,2	-10,2	-1,7	-1,7	-0,4	2,5
2009 gen.	-5,4	0,3	0,1	3,3	2,3	-1,9	1,1	0,3	2,8	-13,5	-10,0	-1,6	-0,3	-0,6	0,6
feb.	-4,0	.	.	.	.	-0,8	1,1	0,4	2,7	-9,8	-8,8	-1,5	-0,4	-0,7	.

Fonte: Eurostat.

# 8

## TASSI DI CAMBIO

### 8.1 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

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

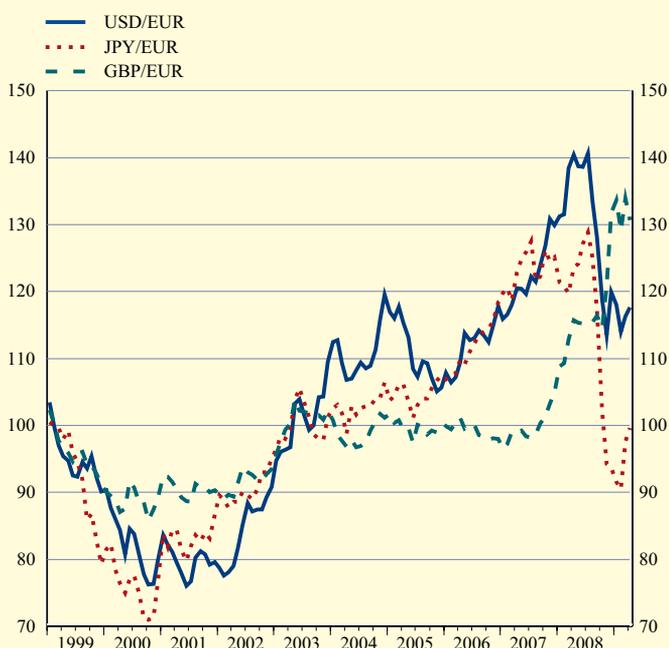
### F36 Tassi di cambio effettivi

(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 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
apr.	7,4491	10,8796	0,89756	1,3190	130,25	1,5147	1.760,14	10,2229	1,9823	1,6188	8,7867	1,8504
	variazione percentuale sul mese precedente											
2009 apr.	0,0	-2,7	-2,4	1,1	2,0	0,4	-7,1	1,1	-0,6	-1,7	-0,6	-5,6
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2009 apr.	-0,2	16,1	12,9	-16,3	-19,4	-5,1	13,1	-16,7	-7,8	1,4	10,3	9,3
	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 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		
apr.	26,774	15,6466	0,7093	3,4528	295,26	4,4326	1,9558	4,2041	7,4172	2,1277		
	variazione percentuale sul mese precedente											
2009 apr.	-1,7	0,0	0,1	0,0	-2,9	-4,1	0,0	-1,8	-0,3	-4,8		
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2009 apr.	6,8	0,0	1,7	0,0	16,4	28,8	0,0	15,4	2,1	3,8		
	Real brasiliano <sup>1)</sup>	Yuan renminbi cinese	Corona islandese <sup>2)</sup>	Rupia indiana <sup>3)</sup>	Rupia indonesiana	Ringgit malese	Peso messicano <sup>1)</sup>	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 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
apr.	2,9197	9,0110	-	66,047	14.552,65	4,7562	17,7645	2,3123	63,462	44,2135	11,8784	46,741
	variazione percentuale sul mese precedente											
2009 apr.	-3,3	1,0	-	-1,1	-6,0	-0,8	-7,1	-5,7	0,6	-2,1	-8,5	0,2
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2009 apr.	9,8	-18,3	-	4,8	0,4	-4,5	7,3	15,8	-3,5	19,3	-3,2	-6,1

Fonte: BCE.

- 1) Per queste valute la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2008. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.
- 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 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
2009 1° trim.	5,1	1,5	1,7	3,7	9,0	8,4	2,7	3,6	6,8	2,1	3,0
2008 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
mar.	4,0	1,7	1,6	2,5	7,9	7,4	2,8	4,0	6,7	1,9	2,9
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL											
2006	3,0	-2,6	5,2	-0,5	-0,4	-0,4	-9,2	-3,9	-2,2	2,5	-2,7
2007	0,1	-0,6	4,5	2,7	-0,4	-1,0	-4,9	-1,9	-2,5	3,8	-2,7
2008	1,5	-1,5	3,6	-3,0	-4,0	-3,2	-3,4	-3,9	-5,4	2,5	-5,5
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL											
2006	22,7	29,6	31,3	4,3	10,7	18,0	65,6	47,7	12,4	45,9	43,4
2007	18,2	28,9	26,8	3,5	9,0	17,0	65,8	44,9	12,7	40,5	44,2
2008	14,1	29,8	33,3	4,8	19,5	15,6	73,0	47,1	13,6	38,0	52,0
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 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
mar.	6,58	2,49	3,28	-	12,08	7,11	-	4,30	14,49	1,16	1,83
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 3° trim.	6,8	2,9	-1,5	-3,5	-5,6	2,0	0,4	4,9	9,2	-0,5	0,4
4° trim.	3,5	0,7	-3,6	-9,7	-10,4	-1,3	-1,3	3,1	2,9	-4,4	-2,0
2009 1° trim.	-	-	-	-	-	-10,9	-	-	-	-	-
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	2,1	-7,7	-11,2	-9,7	-7,3	-4,4	-11,8	8,2	-1,5
2008 2° trim.	-30,3	-4,5	3,4	-9,6	-11,4	-13,5	-7,1	-4,2	-15,0	5,7	-1,3
3° trim.	-14,2	-3,0	4,0	-6,5	-11,0	-8,4	-9,2	-4,2	-10,9	9,1	-2,1
4° trim.	-28,7	-5,2	2,6	-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	1,6	14,6	4,7	1,4
2008	16,2	4,2	7,0	17,5	23,2	10,6	4,7	6,4	15,1	2,7	2,6
2008 2° trim.	17,7	3,8	3,8	15,2	22,6	11,4	-	-	-	0,5	2,3
3° trim.	13,0	2,9	-	19,6	24,5	12,0	-	-	-	2,2	2,4
4° trim.	17,5	4,6	-	13,8	18,5	9,3	-	-	-	6,0	3,6
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)											
2007	6,9	5,3	3,8	4,6	6,0	4,3	7,3	9,6	6,4	6,1	5,3
2008	5,6	4,4	3,4	5,5	7,6	6,0	7,8	7,2	5,8	6,2	5,6
2008 3° trim.	5,3	4,3	3,3	6,3	7,5	6,3	7,9	6,9	5,7	6,1	5,8
4° trim.	5,1	4,5	4,0	7,6	10,4	8,4	8,0	6,9	5,8	6,9	6,3
2009 1° trim.	5,6	5,2	5,1	10,1	14,6	13,6	8,8	7,5	-	7,7	-
2008 nov.	5,0	4,5	3,9	7,4	10,3	8,4	8,0	6,9	5,8	7,0	6,3
dic.	5,3	4,7	4,3	8,4	11,5	9,7	8,3	7,0	5,8	7,0	6,4
2009 gen.	5,3	4,9	4,7	9,1	13,2	11,6	8,4	7,2	-	7,3	6,6
feb.	5,6	5,2	5,1	10,0	14,6	13,6	8,8	7,5	-	7,6	-
mar.	5,9	5,5	5,7	11,1	16,1	15,5	9,2	7,7	-	8,0	-

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

**9.2 Stati Uniti e Giappone**

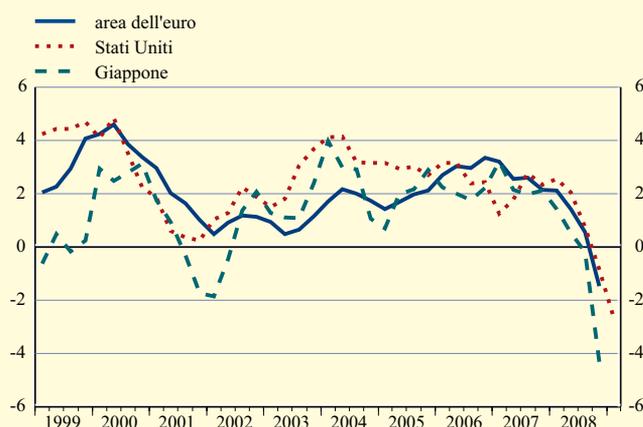
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

**1. Indicatori economici e finanziari**

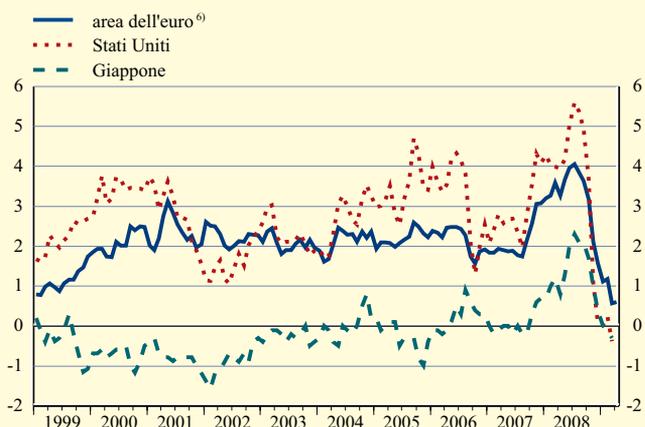
	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup> (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio <sup>2)</sup>	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>3)</sup>	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero (dati di fine periodo)	Tasso di cambio <sup>4)</sup> (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo <sup>5)</sup> in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Stati Uniti</b>											
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	6,7	2,93	4,39	1,4708	-5,9	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	6,3	2,75	4,66	1,5622	-5,7	49,6
3° trim.	5,3	1,7	0,7	-3,9	6,1	6,0	2,91	4,69	1,5050	-5,9	52,8
4° trim.	1,6	1,8	-0,8	-8,6	6,9	8,3	2,77	3,71	1,3180	-8,0	56,8
2009 1° trim.	0,0	.	-2,6	-14,0	8,1	9,6	1,24	3,03	1,3029	.	.
2008 dic.	0,1	-	-	-11,3	7,2	9,6	1,83	2,75	1,3449	-	-
2009 gen.	0,0	-	-	-13,5	7,6	10,0	1,21	2,75	1,3239	-	-
feb.	0,2	-	-	-13,6	8,1	9,3	1,24	3,20	1,2785	-	-
mar.	-0,4	-	-	-14,9	8,5	9,4	1,27	3,15	1,3050	-	-
apr.	.	-	-	.	.	.	1,11	3,17	1,3190	-	-
<b>Giappone</b>											
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	-2,0	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	2,4	3,9	2,2	0,92	1,61	157,80	.	.
2° trim.	1,4	0,1	0,5	0,8	4,0	2,0	0,92	1,85	163,35	.	.
3° trim.	2,2	0,8	-0,2	-1,4	4,0	2,2	0,90	1,75	161,83	.	.
4° trim.	1,0	.	-4,3	-14,6	4,0	1,8	0,96	1,46	126,71	.	.
2009 1° trim.	-0,1	.	.	-34,6	.	2,1	0,67	1,24	122,04	.	.
2008 dic.	0,4	-	-	-20,8	4,3	1,8	0,92	1,33	122,51	-	-
2009 gen.	0,0	-	-	-31,0	4,2	2,0	0,73	1,27	119,73	-	-
feb.	-0,1	-	-	-38,4	4,4	2,1	0,64	1,20	118,30	-	-
mar.	-0,3	-	-	-34,2	.	2,2	0,62	1,26	127,65	-	-
apr.	.	-	-	.	.	.	0,57	1,41	130,25	-	-

**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	<b>S12</b>
F2	Contropartite	<b>S12</b>
F3	Componenti degli aggregati monetari	<b>S13</b>
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	<b>S13</b>
F5	Prestiti ad altri intermediari finanziari e alle società non finanziarie	<b>S14</b>
F6	Prestiti alle famiglie	<b>S15</b>
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	<b>S16</b>
F8	Prestiti a non residenti nell'area dell'euro	<b>S16</b>
F9	Depositi totali per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	<b>S17</b>
F10	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	<b>S17</b>
F11	Depositi totali per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	<b>S18</b>
F12	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	<b>S18</b>
F13	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	<b>S19</b>
F14	Disponibilità in titoli delle IFM	<b>S20</b>
F15	Attività totali dei fondi di investimento	<b>S24</b>
F16	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	<b>S35</b>
F17	Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati	<b>S37</b>
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	<b>S38</b>
F19	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	<b>S39</b>
F20	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	<b>S40</b>
F21	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	<b>S41</b>
F22	Nuovi depositi con durata prestabilita	<b>S43</b>
F23	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	<b>S43</b>
F24	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	<b>S44</b>
F25	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	<b>S44</b>
F26	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	<b>S45</b>
F27	Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	<b>S45</b>
F28	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	<b>S46</b>
F29	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	<b>S59</b>
F30	Debito (definizione di Maastricht)	<b>S59</b>
F31	Saldi di conto corrente	<b>S60</b>
F32	Conto dei beni	<b>S60</b>
F33	Conto dei servizi	<b>S61</b>
F34	Investimenti diretti e di portafoglio	<b>S61</b>
F35	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	<b>S69</b>
F36	Tassi di cambio effettivi	<b>S72</b>
F37	Tassi di cambio bilaterali	<b>S72</b>
F38	PIL a prezzi costanti	<b>S75</b>
F39	Indici dei prezzi al consumo	<b>S75</b>

## NOTE TECNICHE

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

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

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

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

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

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

### RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

#### CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

La base dell'indice (delle serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2001. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets* della sezione statistica.

Il tasso di crescita sui dodici mesi  $a_t$  – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(f) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(g) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2006.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della

formula (g). Ad esempio il tasso di crescita sul mese precedente  $a_t^M$  può essere calcolato come:

$$(h) a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$  dove  $a_t$  è definito come nelle precedenti punti (f) o (g).

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

Definendo  $F_t^Q$  e  $L_{t-3}$  come in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese  $t$  è definito come:

$$(i) I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese  $t$ , cioè  $a_t$ , può essere calcolato utilizzando la formula (g).

#### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO <sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA<sup>2)</sup>. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette<sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati)

vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

#### RELATIVE ALLE SEZIONI DA 3.1 A 3.5

#### UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella tavola 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per ciò che attiene alle transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Analogamente questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

#### CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle tavole 3.1 e 3.2 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

2) Per dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual Version 0.2.2*, (December 1998), Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.

3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ad es. dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

Il margine operativo lordo e reddito misto è definito solo per i settori residenti e viene calcolato come valore aggiunto lordo (prodotto interno lordo a prezzi di mercato per l'area dell'euro) meno redditi da lavoro dipendente (impieghi) meno altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (impieghi) meno consumo di capitale fisso (impieghi).

Il reddito nazionale netto è definito solo per i settori residenti. È calcolato come somma di margine operativo lordo e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale (risorse meno impieghi).

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito solo per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'accreditamento netto/indebitamento netto viene calcolato a partire dal conto capitale come risparmio netto più trasferimenti netti in conto capitale (risorse meno impieghi) meno i investimenti fissi lordi meno le acquisizioni al netto delle cessioni di attività non finanziarie non prodotte (impieghi) più il consumo di capitale fisso (risorse). Esso può risultare anche dal conto finanziario come saldo fra totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle passività (noto anche come variazione della ricchezza finanziaria netta dovuta a transazioni). Per i settori delle famiglie e delle società non finanziarie esiste una discrepanza statistica fra

tali saldi calcolati a partire rispettivamente dal conto capitale e dal conto finanziario.

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella ricchezza netta dovute a risparmi e a trasferimenti di capitale più altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta. Tale saldo attualmente esclude le altre variazioni nelle attività non finanziarie a causa della indisponibilità di dati.

La ricchezza finanziaria netta è calcolata come totale delle attività finanziarie meno totale delle passività, laddove le variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono pari alla somma delle variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazione (accreditamento/indebitamento netto dal conto finanziario) e delle altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta.

Infine, le variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazioni sono calcolate come totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno totale delle transazioni nelle passività; le altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono calcolate come il totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle altre variazioni nella passività.

#### RELATIVE ALLE SEZIONI 4.3 E 4.4

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con  $N_t^M$  le transazioni (emissioni nette) nel mese  $t$  e con  $L_t$  il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese  $t$ , l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette nel mese  $t$  è definito come:

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

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. Il tasso di crescita per il mese  $t$  – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(k) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(l) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza è motivata dalla necessità di distinguere i diversi modi di ottenere le “emissioni nette” e le equivalenti “transazioni” utilizzate per gli aggregati monetari.

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

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

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

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

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono ri-classificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

## DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA 2). La destagionalizzazione è effettuata, per le emissioni totali di titoli, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

Similmente a quanto riportato nelle formule l) e m), il tasso di crescita per il mese  $t$  – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(o) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(p) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

## RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S72). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industria-

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

li non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

### RELATIVE ALLA TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

#### DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S72). I dati grezzi sui beni, sui servizi e sui redditi vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. La destagionalizzazione per queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del con-

to corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

### RELATIVE ALLA SEZIONE 7.3

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre  $t$  si calcola sulla base delle posizioni ( $L_t$ ) e delle transazioni trimestrali ( $F_t$ ), utilizzando la seguente formula:

$$(q) \quad a_t = \left( \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo quadrimestre dell'anno.



## NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)). Sul sito è possibile avere facilmente accesso ai dati mediante il *Data Warehouse* statistico della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato Comma Separated Value (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 6 maggio 2009.

Tutti i dati relativi al 2009 si riferiscono agli Euro 16 (ovvero all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia) per tutte le serie, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie e l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche si riferiscono all'area dell'euro nella sua composizione evolutiva. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole. In tali casi, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per l'anno di ingresso nell'area dell'euro di Grecia (2001), Slovenia (2007), Cipro (2008), Malta (2008) e Slovacchia (2009), calcolate su basi che coprono l'anno precedente quello di ingresso, utilizzano serie che tengono conto dell'impatto dell'entrata di tali paesi nell'area dell'euro. Dati storici relativi all'area dell'euro anteriori all'ingresso della Slovacchia sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo: <http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>.

Le serie statistiche che fanno riferimento alla composizione evolutiva dell'area dell'euro si

basano sulla quella che era la composizione dell'area nel periodo al quale le stesse si riferiscono. Pertanto, i dati antecedenti il 2001 si riferiscono agli Euro 11, ovvero, ai seguenti 11 stati membri dell'UE: Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. I dati dal 2001 al 2006, si riferiscono agli Euro 12, ovvero gli Euro 11 più la Grecia. I dati del 2007 si riferiscono agli Euro 13, ovvero gli Euro 12 più la Slovenia. I dati del 2008 si riferiscono agli Euro 15, ovvero gli Euro 13 più Cipro e Malta, mentre i dati a partire dal 2009 si riferiscono agli Euro 16, ovvero gli Euro 15 più la Slovacchia.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – originariamente espressi nelle monete nazionali dei paesi partecipanti e convertiti in ECU utilizzando i tassi di cambio correnti – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999 nelle sezioni dalla 2.1 alla 2.8 sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo "Altri Stati membri dell'UE" è costituito da: Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Svezia e Regno Unito.

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

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

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

#### PRINCIPALI INDICATORI

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

#### STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. I periodi di mantenimento della riserva iniziano il giorno di regolamento della prima operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione mensile in cui il Consiglio valuta la politica monetaria, per concludersi il giorno precedente la corrispondente data di regolamento del mese successivo. Le osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre.

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali (BCN) partecipanti sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se una istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999, al 30 per cento nei mesi successivi.

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell'area dell'euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell'Eurosistema (ORP) (cfr. sezione 1.3).

La tavola 3 mostra la posizione di liquidità del sistema bancario, definita come il saldo dei conti correnti in euro detenuti dalle istituzioni creditizie situate nell'area dell'euro presso l'Eurosistema. Gli ammontari sono derivati dal bilancio consolidato dell'Eurosistema. Le altre operazioni di assorbimento della liquidità non includono l'emissione di certificati di debito da parte delle BCN iniziata nella Seconda fase dell'UEM (colonna 7). Gli altri fattori netti (colonna 10) rappresentano il saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell'Eurosistema. I conti correnti delle istituzioni creditizie (colonna 11) sono pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (colonne da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (colonne da 6 a 10). La base monetaria (colonna 12) è calcolata come somma dei depositi *overnight* presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote

e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

## MONETA, BANCHE E FONDI D'INVESTIMENTO

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle istituzioni monetarie e finanziarie (IFM), ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione comunitaria, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). Un elenco completo delle IFM viene pubblicato sul sito Internet della BCE.

La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro di i) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro e di ii) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli

aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 comprendono transazioni corrette per tenere conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione non derivante da transazioni. La sezione 2.7 presenta alcuni tipi di rivalutazioni utilizzati nella derivazione delle transazioni. Le tavole da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni. La sezione 2.8 presenta una scomposizione trimestrale per valuta di alcune voci del bilancio delle IFM.

I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nell'appendice: *Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, novembre 1999). Nel documento: *Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics* (BCE, novembre 2002) sono illustrate le procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche vengono raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE concernente il bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie<sup>1)</sup> (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10<sup>2)</sup>.

In accordo con tale Regolamento, la voce del bilancio "titoli del mercato monetario" è stata fusa con la voce "obbligazioni" per le attività e per le passività del bilancio delle IFM.

1) G.U. L. 356 del 30.12.1998, pag. 7.

2) G.U. L. 250 del 2.10.2003, pag. 19.

La sezione 2.9 riporta le consistenze in essere a fine trimestre relative al bilancio dei fondi di investimento dell'eurosistema (esclusi i fondi comuni monetari). Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le passività le quote/partecipazioni detenute dai fondi di investimento in altri fondi di investimento. Le attività/passività totali sono disaggregate per strategia d'investimento (fondi azionari, fondi obbligazionari, fondi misti, fondi immobiliari e altri fondi) e per tipo di investitore (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 riporta il bilancio aggregato per ciascun settore di fondo per politica d'investimento e tipo di investitore.

#### CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni non a fini di lucro a servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non stagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema Europeo dei Conti 1995 (SEC 95).

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi, che dà conto di come l'attività produttiva si trasforma in varie categorie di reddito; 2) l'allocazione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi nell'acquisizione di attività non finanziarie (il

saldo del conto capitale è l'accreditamento netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal momento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accreditamento netto / indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ciascun singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività).

La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i cosiddetti conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1 a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere per 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 Svensson<sup>3)</sup>. Sono disponibili anche gli *spreads* tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono disponibili all'indirizzo internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>, presso il quale è altresì possibile scaricare i dati giornalieri.

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

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

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

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

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

(sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n.1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine<sup>4)</sup>. 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 specifici<sup>5)</sup>. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE 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 2007<sup>6)</sup>. 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 lavoro<sup>7)</sup> e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003<sup>8)</sup>. Una scomposizione dei costi orari del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari, e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 3 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95.

I dati sugli ordinativi nell'industria (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2) misurano gli ordini ricevuti durante il periodo di riferimento e coprono quei settori industriali che lavorano prevalentemente sulla base di ordinativi, in particolare: quello tessile, della produzione di pasta-carta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

Gli indici sul fatturato nell'industria e sulle vendite al dettaglio (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2) si riferiscono al fatturato generatosi nel periodo di riferimento, comprensivo di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA. Per quanto attiene alle vendite al dettaglio i dati sul fatturato coprono tutto il commercio al dettaglio (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 nelle sezioni 6.4 e 6.5,

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

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

sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000<sup>9)</sup>, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 351/2002 della Commissione, del 25 febbraio 2002, che ha emendato il Regolamento (CE) n. 3605/93 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC95. La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 sui conti trimestrali non finanziari delle Amministrazioni pubbliche<sup>10)</sup>. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 222/2004 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<sup>a</sup> edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)<sup>11)</sup>, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)<sup>12)</sup>. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of 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](http://www.cmfb.org)) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics* (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p./p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task force*, è disponibile sul sito Internet della BCE.

Le tavole delle sezioni 7.1 e 7.4 seguono le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: avanzi nel conto corrente e nel conto capitale sono riportati con un segno positivo, mentre un segno positivo nel conto finanziario indica un incremento delle passività o un decremento delle attività. Nelle tavole della sezione 7.2 sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Inoltre, a partire dal numero di febbraio 2008 di questo Bollettino, la struttura delle tavole della sezione 7.3 è stata modificata al fine di consentire una presentazione contestuale dei dati sulla bilancia dei pagamenti, della posizione patrimoniale

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 Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute. 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 <sup>1)</sup>

### 11 GENNAIO E 8 FEBBRAIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,50, al 4,50 e al 2,50 per cento, rispettivamente.

### 8 MARZO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 14 marzo 2007. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 14 marzo 2007.

### 12 APRILE E 10 MAGGIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,75, al 4,75 e al 2,75 per cento, rispettivamente.

### 6 GIUGNO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 giugno 2007. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,0 e al 3,0 per cento, a decorrere dal 13 giugno 2007.

### 5 LUGLIO, 2 AGOSTO, 6 SETTEMBRE, 4 OTTOBRE, 8 NOVEMBRE, 6 DICEMBRE 2007, 10 GENNAIO, 7 FEBBRAIO, 6 MARZO, 10 APRILE, 8 MAGGIO E 5 GIUGNO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,0, al 5,0 e al 3,0 per cento, rispettivamente.

### 3 LUGLIO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 giugno 2008. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,25 e al 3,25 per cento, a decorrere dal 9 luglio 2007.

### 7 AGOSTO, 4 SETTEMBRE E 2 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,25, al 5,25 e al 3,25 per cento, rispettivamente.

### 8 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di 50 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione 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-

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

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 interes-

se 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 termine 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.

### **7 MAGGIO 2009**

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,00 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 13 maggio 2009. Ha inoltre deciso di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 50 punti base, all'1,75 per cento, con effetto dal 13 maggio 2009, e di lasciare invariato allo 0,25 per cento il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale.





# 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 febbraio e aprile 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](mailto:info@ecb.europa.eu).

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

## RAPPORTO ANNUALE

*Rapporto annuale 2007*, aprile 2008.

*Rapporto annuale 2008*, aprile 2009.

## 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.  
*Aspettative e conduzione della politica monetaria*, maggio 2009.  
*Cinque anni di appartenenza all'UE*, maggio 2009.  
*Le agenzie di rating: sviluppi e questioni di policy*, maggio 2009.

#### **STATISTICS POCKET BOOK**

Publicazione 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. Capiello, R. A. De Santis e S. Manganelli, marzo 2008.
- 82 *The sustainability of China's exchange rate policy and capital account liberalisation*, di L. Capiello 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.
- 102 *Domestic financial development in emerging economies: evidence and implications*, di E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel e D. Santabàrbara, aprile 2009.
- 103 *Transnational governance in global finance: the principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets*, di R. Ritter, aprile 2009.

## RESEARCH BULLETIN

*Research Bulletin n. 7*, giugno 2008.

*Research Bulletin n. 8*, marzo 2009.

## WORKING PAPER SERIES

- 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-Killing, 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.
- 1041 *An economic capital model integrating credit and interest rate risk in the banking book*, di P. Alessandri e M. Drehmann, aprile 2009.
- 1042 *The determinants of public deficit volatility*, di L. Agnello e R. M. Sousa, aprile 2009.
- 1043 *Optimal monetary policy in a model of the credit channel*, di F. De Fiore e O. Tristani, aprile 2009.
- 1044 *The forecasting power of international yield curve linkages*, di M. Modugno e K. Nikolaou, aprile 2009.
- 1045 *The term structure of equity premia in an affine arbitrage-free model of bond and stock market dynamics*, di W. Lemke e T. Werner, aprile 2009.
- 1046 *Productivity shocks and real exchange rates: a reappraisal*, di T. A. Peltonen e M. Sager, aprile 2009.
- 1047 *The impact of reference norms on inflation persistence when wages are staggered*, di M. Knell e A. Stiglbauer, aprile 2009.
- 1048 *Downward wage rigidity and optimal steady-state inflation*, di G. Fagan e J. Messina, aprile 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*, aprile 2008.

*La stabilità dei prezzi: perché è importante per te*, giugno 2008.

*A single currency – an integrated market infrastructure*, settembre 2008.

*The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks*, aprile 2009.

*La stabilità dei prezzi: perché è importante per te*, aprile 2009.



## GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Altri investimenti [other investment]:** voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti e altri conti attivi e passivi.

**Amministrazioni pubbliche [general government]:** in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato fruibili dal singolo individuo e dalla collettività e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

**Area dell'euro [euro area]:** l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato che istituisce la Comunità europea.

**Asta a tasso fisso [fixed rate tender]:** procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e in cui le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

**Asta a tasso variabile [variable rate tender]:** procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

**Attività nette sull'estero delle IFM [MFI net external assets]:** le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

**Azioni [equities]:** titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

**Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [balance of payments (b.o.p.):** prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

**Bilancio consolidato del settore delle IFM [consolidated balance sheet of the MFI sector]:** bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

**Cancellazione [write-off]:** rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

**Commercio con l'estero in beni [external trade in goods]:** esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

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

**Conto capitale [capital account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

**Conto corrente [current account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

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

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

**Costo del lavoro per unità di prodotto [unit labour costs]:** indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definito come PIL, in volume, a prezzi costanti per persona occupata).

**Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]:** prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (compresi le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

**Curva dei rendimenti [yield curve]:** rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppia di scadenze.

**Debito (conti finanziari) [debt (financial accounts)]:** i prestiti, le passività, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo.

**Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt (general government)*]:** il debito lordo (depositi, prestiti e titoli di debito esclusi i prodotti finanziari derivati) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

**Deflazione [*deflation*]:** calo del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

**Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]:** categoria di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messa a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso una BCN, remunerati a un tasso di interesse prestabilito.

**Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]:** l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

**Eonia [*Eonia (euro overnight index average)*]:** misura del tasso di interesse effettivo per il mercato interbancario overnight in euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito overnight non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

**Euribor [*EURIBOR (euro interbank offered rate)*]:** tasso applicato ai prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito; viene calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie, non superiori a dodici mesi.

**Eurosistema [*Eurosystem*]:** il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE che hanno già introdotto l'euro.

**Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*borrowing requirement (general government)*]:** assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

**Fattori autonomi di liquidità [*autonomous liquidity factors*]:** fattori di liquidità che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria, quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle Amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale.

**Forze di lavoro [*labour force*]:** il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

**IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [*MFIs (monetary financial institutions)*]:** istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono l'Eurosistema, gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione comunitaria) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli. Questi ultimi sono composti principalmente da fondi comuni monetari.

**Impieghi disponibili [*job vacancies*]:** termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

**Indagini della Commissione europea [European Commission surveys]:** indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

**Indagine sul credito bancario [Bank lending survey (BLS)]:** indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito che viene condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

**Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [Eurozone purchasing managers' surveys]:** indagini sulle condizioni dei settori manifatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività inevasa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli input e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi BCE.

**Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)]:** indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

**Indice del costo orario del lavoro [hourly labour cost index]:** indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (in denaro e in altra natura, comprese le gratifiche) e altri costi del lavoro (contributi previdenziali a carico del datore di lavoro più le imposte relative all'occupazione corrisposti dal datore, al netto dei sussidi ricevuti) per ora effettivamente lavorata (comprese le prestazioni straordinarie).

**Indice delle retribuzioni contrattuali [index of negotiated wages]:** misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

**Inflazione [inflation]:** aumento del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

**Investimenti di portafoglio [portfolio investment]:** transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti ("attività") e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti ("passività"). Sono inclusi i titoli azionari e i titoli di debito (obbligazioni e notes, e strumenti di mercato monetario). Le transazioni sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto.

**Investimenti diretti [*direct investment*]:** investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione non inferiore al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto). Sono inclusi le azioni, gli utili reinvestiti e il debito collegato ad operazioni intersocietarie. Il conto degli investimenti diretti rileva le transazioni/posizioni nette in attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro ("investimenti diretti all'estero") e le transazioni/posizioni nette in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti ("investimenti diretti nell'area dell'euro").

**M1:** aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

**M2:** aggregato monetario intermedio. Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali.

**M3:** aggregato monetario ampio che ci compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare le operazioni pronti contro termine, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM.

**Nuovi accordi europei di cambio AEC II [*ERM II (exchange rate mechanism II)*]:** accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'UEM BCE.

**Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [*longer-term refinancing operation*]:** regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono effettuate tramite un'asta standard mensile, solitamente con scadenza a tre mesi.

**Operazioni di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]:** tipo di operazione attivabile su iniziativa delle controparti messo a disposizione dall'Eurosistema, attraverso cui le controparti possono ottenere da una BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito overnight a fronte di attività idonee.

**Operazione di rifinanziamento principale [*main refinancing operation*]:** regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento principale sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

**Parità centrale (o tasso centrale) [*central parity (or central rate)*]:** tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, intorno ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

**Parità di potere d'acquisto (p.p.a.) [*purchasing power parity (p.p.p.)*]:** tasso di conversione di una valuta in un'altra tale da rendere identico il potere d'acquisto delle due divise eliminando le differenze dovute al livello dei prezzi prevalente in ciascun paese. Nella sua forma più semplice, la p.p.a. rappresenta il rapporto di prezzo in valuta nazionale dello stesso bene o servizio in diversi paesi.

**Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]:** depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

**Prezzi alla produzione nell'industria [*industrial producer prices*]:** i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, escluse le importazioni.

**Prodotto interno lordo (PIL) [*gross domestic product (GDP)*]:** il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

**Produttività del lavoro [*labour productivity*]:** la produzione che può essere ottenuta con un dato input di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL (in volume) a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

**Produzione industriale [*industrial production*]:** il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

**Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit-debt adjustment (general government)*]:** la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche BCE.

**Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt-to-GDP ratio (general government)*]:** il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

**Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit ratio (general government)*]:** il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

**Redditi per occupato o per ora lavorata [*compensation per employee or per hour worked*]:** la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati o per il numero totale di ore lavorate.

**Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]:** ammontare minimo che un ente creditizio deve detenere a titolo di riserva presso l'Eurosistema. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri su un periodo di mantenimento di circa un mese.

**Riserve ufficiali [*international reserves*]:** attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

**Stabilità dei prezzi [*price stability*]:** il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario dell'Eurosistema. Il Consiglio direttivo definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

**Survey of Professional Forecasters (SPF):** indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

**Svalutazione [*write-down*]:** correzione al ribasso del valore di un prestito registrato nel bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto parzialmente irrecuperabile.

**Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [*effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*]:** medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. Gli indici del TCE nominale dell'euro sono calcolati rispetto a due gruppi di paesi partner: il TCE-21 (comprendente gli 11 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e 10 partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-41 (composto dal TCE-21 più altri 20 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

**Tassi di interesse delle IFM [*MFI interest rates*]:** i tassi di interesse praticati dagli enti creditizi residenti e da altre IFM, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari, sui depositi denominati in euro e sui prestiti nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro.

**Tassi di interesse di riferimento della BCE [*key ECB interest rates*]:** tassi di interesse fissati dal Consiglio direttivo, che riflettono l'orientamento di politica monetaria della BCE. Attualmente comprendono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginali e quello sui depositi presso la banca centrale.

**Tasso minimo di offerta [*minimum bid rate*]:** limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile.

**Titoli di stato indicizzati all'inflazione [*inflation-indexed government bonds*]:** titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche, i pagamenti delle cui cedole e capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

**Titolo di debito [*debt security*]:** promessa da parte dell'emittente (prestatore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

**Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]:** tasso di crescita sui dodici mesi di M3 nel medio periodo che risulta coerente con il mantenimento della stabilità dei prezzi. Attualmente è fissato al 4½ per cento.

**Volatilità implicita [*implied volatility*]:** la volatilità attesa (cioè la deviazione standard) dei tassi di variazione dei prezzi di un'attività (ad es., un'azione o un'obbligazione). Può essere desunta dal prezzo dell'attività, dalla data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle relative opzioni, nonché da un rendimento privo di rischio, utilizzando un modello per il calcolo dei prezzi delle opzioni, quale il modello Black-Scholes.