



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

**BOLLETTINO MENSILE
AGOSTO**

01 | 2009

02 | 2009

03 | 2009

04 | 2009

05 | 2009

06 | 2009

07 | 2009

08 | 2009

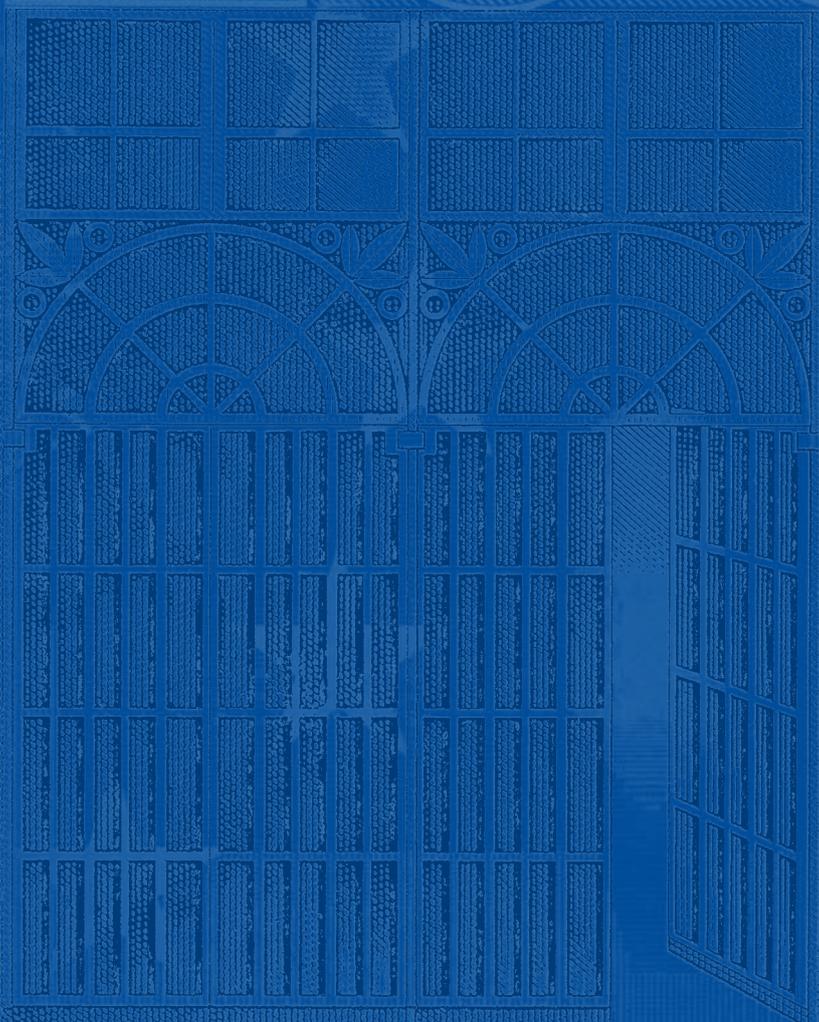
09 | 2009

10 | 2009

11 | 2009

12 | 2009

2009





BANCA CENTRALE EUROPEA
EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE AGOSTO 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 5 agosto 2009.*

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

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



INDICE

EDITORIALE	5	STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO	SI
ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI		ALLEGATI	
Il contesto esterno all'area dell'euro	9	Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	I
Gli andamenti monetari e finanziari	15	Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2008	V
Prezzi e costi	51	Glossario	XIII
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	61		
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	74		
Riquadri:			
1 Differenze istituzionali fra i mercati ipotecari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti	18		
2 Risultati dell'indagine di luglio sul credito bancario nell'area dell'euro	24		
3 L'impatto della prima operazione di rifinanziamento a più lungo termine a un anno	37		
4 I conti integrati dell'area dell'euro per il primo trimestre del 2009	45		
5 Risultati della <i>Survey of Professional Forecasters</i> della BCE per il terzo trimestre del 2009	56		
6 L'incertezza e le prospettive economiche per l'area dell'euro	62		
7 La destagionalizzazione degli indicatori economici congiunturali dell'area dell'euro nel corso dell'attuale recessione	67		
ARTICOLI			
Il finanziamento per l'acquisto di abitazioni nell'area dell'euro	81		
La trasmissione della politica monetaria ai tassi bancari al dettaglio nell'area dell'euro: andamenti recenti	97		

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 tenuta il 6 agosto, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE. Le informazioni e le analisi che si sono rese disponibili dopo la riunione dello scorso 2 luglio confermano la valutazione che i tassi correnti permangono adeguati.

Come anticipato, il tasso di inflazione sui 12 mesi misurato sullo IAPC è sceso ulteriormente su un livello negativo a luglio, riflettendo principalmente effetti di carattere temporaneo. Dopo un ritorno del tasso di inflazione su valori positivi durante la seconda metà dell'anno, il Consiglio direttivo seguita ad attendersi che la dinamica dei prezzi resti moderata nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. I dati recenti e gli ultimi risultati delle indagini congiunturali continuano a suggerire una probabile persistente debolezza dell'attività economica nella rimanente parte dell'anno, benché il ritmo di contrazione si stia riducendo nettamente. Questa valutazione tiene conto di effetti avversi ritardati che verosimilmente si concretizzeranno nei prossimi mesi, tra i quali l'ulteriore deterioramento delle condizioni nel mercato del lavoro. Guardando al prossimo anno, a una fase di stabilizzazione seguirebbe una graduale ripresa con tassi di crescita trimestrali di segno positivo. Gli indicatori disponibili sulle aspettative di inflazione a medio-lungo termine rimangono saldamente ancorati in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. I risultati dell'analisi monetaria corroborano la valutazione di spinte inflazionistiche moderate, a fronte di una continua decelerazione della moneta e del credito. In questo contesto, il Consiglio direttivo si attende che la fase attuale, caratterizzata da tassi di inflazione estremamente bassi o negativi, sia di breve durata e che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio periodo, continuando a sostenere il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro.

I dati economici e le informazioni delle indagini che si sono resi disponibili dopo la riunione del Consiglio direttivo tenuta il 2 luglio hanno

sostanzialmente confermato le precedenti aspettative. Sebbene il livello di incertezza rimanga elevato, vi sono crescenti segnali che la recessione mondiale stia raggiungendo il punto di svolta. Quanto all'area dell'euro, i recenti risultati delle indagini suggeriscono che il ritmo di contrazione stia chiaramente diminuendo. Tuttavia, ci si attende che l'attività economica rimanga debole nella restante parte dell'anno. Guardando al prossimo anno, a una fase di stabilizzazione seguirebbe una graduale ripresa con tassi di crescita trimestrali di segno positivo. Le significative azioni di stimolo adottate in tutte le principali aree economiche dovrebbero sostenere la crescita sia nell'area dell'euro che a livello mondiale.

Il Consiglio direttivo ritiene che il grado di incertezza permanga elevato e che i dati disponibili in futuro possano mostrare una perdurante variabilità. Nel complesso, queste prospettive restano soggette a rischi bilanciati. Riguardo ai rischi al rialzo, effetti più marcati del previsto potrebbero derivare dalle vaste misure di stimolo macroeconomico messe in atto e dagli altri interventi sul piano delle politiche; anche il clima di fiducia potrebbe migliorare più rapidamente rispetto alle aspettative correnti. Quanto ai rischi al ribasso, persistono i timori concernenti interazioni negative più intense o prolungate fra l'economia reale e le turbolenze finanziarie, nuovi rincari del petrolio e delle altre materie prime, maggiori spinte protezionistiche, condizioni nel mercato del lavoro più svaforevoli delle attese e, infine, andamenti avversi dell'economia mondiale dovuti a una correzione disordinata degli squilibri internazionali.

Passando ai prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per luglio un tasso di inflazione sui 12 mesi misurato sullo IAPC del -0,6 per cento, rispetto al -0,1 di giugno. L'ulteriore calo dell'inflazione, che era stato anticipato dal Consiglio direttivo, è principalmente ascrivibile agli effetti base derivanti dai massimi osservati un anno fa per i prezzi internazionali delle materie prime.

Guardando al futuro, a seguito di tali effetti base i tassi di inflazione dovrebbero continuare a registrare temporaneamente valori negativi, per

poi tornare positivi nel corso dell'anno. Tuttavia, queste variazioni di breve periodo non sono rilevanti nella prospettiva della politica monetaria. In linea con le previsioni e le proiezioni disponibili, in un orizzonte temporale più ampio ci si attende che l'inflazione si mantenga in territorio positivo, mentre l'evoluzione dei prezzi e dei costi seguirebbe a essere attenuata dal perdurante ristagno della domanda nell'area dell'euro e al di fuori dei suoi confini. Al riguardo, gli indicatori 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 rischi per le prospettive di inflazione risultano sostanzialmente bilanciati e sono connessi, in particolare, allo scenario per l'attività economica e alle quotazioni delle materie prime superiori alle attese. Gli incrementi dell'imposizione indiretta e dei prezzi amministrati potrebbero inoltre superare le aspettative correnti, data l'esigenza di risanare i conti pubblici nei prossimi anni.

Passando all'analisi monetaria, i dati più recenti confermano una perdurante decelerazione dell'aggregato monetario ampio e del credito. A giugno la crescita sui 12 mesi di M3 e quella dei prestiti al settore privato si sono collocate rispettivamente al 3,5 e all'1,5 per cento; si tratta dei tassi di incremento più bassi osservati dall'avvio della Terza fase dell'UEM. Questi andamenti sostengono la valutazione di una riduzione del ritmo dell'espansione monetaria di fondo e di pressioni inflazionistiche contenute nel medio periodo.

Il rallentamento della moneta in atto dall'ultimo trimestre del 2008 continua a essere accompagnato da variabilità degli andamenti di breve periodo di M3 e delle sue componenti. Questo riflette in gran parte l'impatto che le variazioni assolute e relative dei tassi di interesse hanno esercitato sull'allocazione di fondi, da un lato, tra gli investimenti finanziari inclusi in M3 e quelli esclusi dall'aggregato e, dall'altro, tra le diverse categorie di depositi comprese in M3.

Al riguardo, le riallocazioni all'interno di M3 dai depositi a termine a breve scadenza verso i depositi a vista hanno determinato a giugno un ulteriore sensibile rafforzamento della crescita sui 12 mesi di M1.

Il flusso dei prestiti bancari al comparto privato non finanziario è rimasto contenuto a giugno, pur presentando differenze tra i settori debitori. Il flusso dei prestiti alle imprese non finanziarie è risultato molto più negativo per effetto della netta contrazione del segmento a breve termine. Nello stesso tempo, il dato relativo alle famiglie è stato lievemente più positivo rispetto al mese scorso. Il perdurante clima di incertezza sembra avere depresso la domanda di finanziamento da parte dei prenditori di fondi. Tuttavia, secondo l'ultima indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, i prestatori hanno inasprito in misura nettamente inferiore i propri criteri per la concessione del credito. In vista delle sfide che si prospettano, le banche dovrebbero adottare misure adeguate per l'ulteriore rafforzamento della propria componente patrimoniale e, ove opportuno, dovrebbero sfruttare appieno gli interventi pubblici a sostegno del settore finanziario, in particolare per quanto riguarda la ricapitalizzazione.

In sintesi, le informazioni e le analisi che si sono rese disponibili dopo la riunione del Consiglio direttivo tenuta il 2 luglio confermano la sua valutazione che i tassi di interesse correnti della BCE permangono adeguati. Come anticipato, il tasso di inflazione sui 12 mesi misurato sullo IAPC è sceso ulteriormente su un livello negativo a luglio, riflettendo principalmente effetti di carattere temporaneo. Dopo un ritorno del tasso di inflazione su valori positivi durante la seconda metà dell'anno, il Consiglio direttivo seguita ad attendersi che la dinamica dei prezzi resti moderata nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. I dati recenti e gli ultimi risultati delle indagini congiunturali continuano a suggerire una probabile persistente debolezza dell'attività economica nella rimanente parte dell'anno, benché il ritmo di contrazione si stia riducendo nettamente. Questa valutazione tiene conto di effetti avversi ritardati che verosimil-

mente si concretizzeranno nei prossimi mesi, tra i quali l'ulteriore deterioramento delle condizioni nel mercato del lavoro. Guardando al prossimo anno, a una fase di stabilizzazione seguirebbe una graduale ripresa con tassi di crescita trimestrali di segno positivo. Gli indicatori disponibili sulle aspettative di inflazione a medio-lungo termine rimangono saldamente ancorati in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria corrobora la valutazione di spinte inflazionistiche moderate, a fronte di una continua decelerazione della moneta e del credito. In questo contesto, il Consiglio direttivo si attende che la fase attuale, caratterizzata da tassi di inflazione estremamente bassi o negativi, sia di breve durata e che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio periodo, continuando a sostenere il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro.

Tenuto conto dello sfasamento temporale nella trasmissione dell'azione di politica monetaria, progressivamente dovrebbero realizzarsi a pieno gli effetti delle decisioni del Consiglio direttivo sull'economia. Grazie all'insieme delle misure adottate, incluso l'acquisto di obbligazioni garantite, la politica monetaria fornirà pertanto un continuo sostegno alle famiglie e alle imprese. Quando si osserverà un miglioramento del contesto macroeconomico, il Consiglio direttivo provvederà al rapido rientro delle misure intraprese e al riassorbimento dell'abbondante liquidità concessa, contrastando quindi con tempestività ed efficacia qualsiasi rischio per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Il Consiglio direttivo seguirà ad assicurare il saldo incoraggiamento delle aspettative di inflazione a medio termine, che risulta indispensabile per promuovere la crescita sostenibile e l'occupazione e contribuisce alla stabilità finanziaria. A tal fine continuerà a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Per quanto riguarda le politiche di bilancio, il Consiglio direttivo accoglie con favore la posizione dell'Eurogruppo secondo cui, tenuto con-

to delle prospettive economiche correnti e degli andamenti previsti sul versante del debito e del disavanzo pubblico, non sono necessarie ulteriori misure di stimolo fiscale. I programmi di finanza pubblica per il 2010, attualmente in fase di completamento in diversi paesi, e le strategie di risanamento dei conti a medio termine devono riflettere l'impegno a ripristinare finanze pubbliche solide e sostenibili in tempi brevi. I governi dovrebbero quindi predisporre nonché rendere note strategie di uscita dalle misure di stimolo e strategie di riequilibrio dei conti che siano ambiziose e realistiche, nel quadro del Patto di stabilità e crescita. Il processo di aggiustamento strutturale dovrebbe iniziare, in ogni caso, al più tardi con la ripresa economica e nel 2011 andrebbero intensificati gli sforzi di risanamento. Gli interventi di riequilibrio strutturale dovranno superare in misura significativa il valore di riferimento dello 0,5 per cento del PIL su base annua stabilito nel Patto di stabilità e crescita. Nei paesi che presentano disavanzi e/o rapporti di indebitamento elevati l'aggiustamento strutturale annuo dovrebbe raggiungere almeno l'1 per cento del PIL. Dati i rischi di un minore potenziale di crescita economica nell'area dell'euro per un periodo di tempo prolungato, i governi dovrebbero adeguare la spesa pubblica alla luce delle nuove condizioni macroeconomiche e riassorbire quanto prima i bruschi incrementi del rapporto spesa pubblica/PIL. Tale esigenza emerge anche in vista degli oneri di spesa indotti dall'invecchiamento demografico che i bilanci pubblici dovranno sostenere.

Passando alle politiche strutturali, è necessario maggiore impegno nelle riforme per favorire la crescita sostenibile nell'area dell'euro. Un adeguato processo di formazione dei salari e sufficiente flessibilità che favoriscano il reinserimento dei disoccupati sono di cruciale importanza per evitare che la crisi abbia un impatto negativo durevole sul mercato del lavoro. È quindi essenziale creare idonei incentivi al lavoro. Al tempo stesso, le politiche volte ad accelerare la ristrutturazione e gli investimenti, in linea con il principio di un'economia di mercato aperta e con la libera concorrenza, genereranno

le opportunità imprenditoriali e gli incrementi di produttività necessari per innescare una ripresa sostenuta.

Questo numero del Bollettino contiene due articoli. Il primo delinea l'evoluzione del finanzia-

mento per l'acquisto di abitazioni a partire dal 1999; il secondo esamina i fattori alla base della determinazione dei tassi di interesse bancari e valuta l'impatto delle recenti tensioni nei mercati finanziari sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

Sebbene l'incertezza sia ancora elevata, gli indicatori dell'economia mondiale segnalano in maniera sempre più decisa che la recessione in atto è vicina a un punto di svolta, grazie alle incisive misure di stimolo su scala internazionale e alle migliorate condizioni di finanziamento in importanti comparti del mercato. Allo stesso tempo, la debolezza dell'attività mondiale e gli effetti base negativi derivanti dai rincari delle materie prime registrati nel 2008 hanno continuato a esercitare spinte al ribasso sull'inflazione complessiva a livello internazionale. Guardando avanti, cresce la probabilità di un ritorno a tassi di crescita positivi dell'economia mondiale nel prosieguo di quest'anno.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

Sebbene l'incertezza sia ancora elevata, gli indicatori dell'economia mondiale segnalano in maniera sempre più decisa che la recessione in atto è vicina a un punto di svolta, grazie alle incisive misure di stimolo su scala internazionale e alle migliorate condizioni di finanziamento in importanti comparti del mercato. L'indice mondiale complessivo dei responsabili degli acquisti (PMI) – che pure ha registrato un aumento solo lieve in luglio, mantenendosi al di sotto del valore soglia tra contrazione ed espansione – ha raggiunto il suo massimo da agosto 2008. Il PMI per il settore manifatturiero si è portato al di sopra del valore soglia di 50 negli ultimi due mesi, a indicare una ripresa dell'attività. Il settore dei servizi continua invece a evidenziare un ridimensionamento.

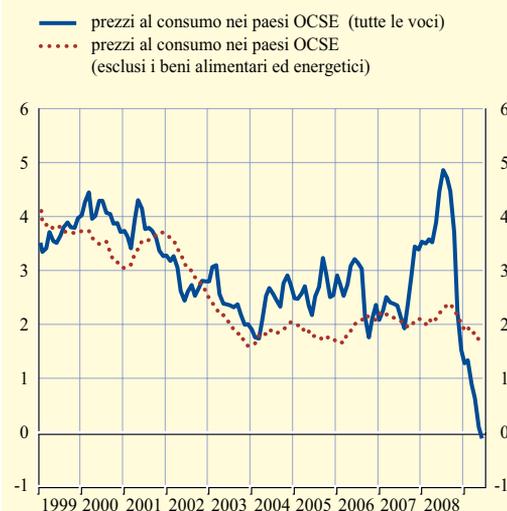
La debolezza dell'economia mondiale e gli effetti base negativi derivanti dai rincari delle materie prime registrati nel 2008 hanno continuato a esercitare spinte al ribasso sull'inflazione generale nel periodo recente. In giugno l'inflazione generale al consumo sui dodici mesi nell'insieme dell'OCSE è scesa per la prima volta su valori negativi (-0,1 per cento, dallo 0,1 di maggio), mentre quella calcolata al netto dei beni alimentari ed energetici è stata pari all'1,7 per cento (lievemente inferiore rispetto a maggio). In luglio anche il *Global All-Industry Input Prices Index* ha continuato a flettere, rispecchiando soprattutto il calo dei costi nel settore dei servizi.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti, il ritmo di contrazione dell'attività economica si sta moderando. Le stime preliminari del Bureau of Economic Analysis per il secondo trimestre indicano che il PIL in termini reali ha subito un calo relativamente modesto (1 per cento in ragione d'anno), dopo il forte decremento del periodo precedente (6,4 per cento). Nel secondo trimestre gli investimenti e le esportazioni hanno continuato a frenare l'economia. Anche il calo dei consumi ha pesato sull'attività economica aggregata. La flessione del PIL in termini reali è stata tuttavia relativamente contenuta, poiché la crescente spesa pubblica ha stimolato la domanda e le importazioni si sono indebolite.

Figura 1 Andamenti dei prezzi internazionali

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: OCSE.

Con riferimento ai prezzi, in giugno l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è divenuta ancor più negativa (-1,4 per cento, da -1,3 in maggio), soprattutto a causa dei ribassi dei prezzi dei beni energetici. Il tasso calcolato al netto delle componenti alimentare ed energetica è sceso all'1,7 per cento (dall'1,8 di maggio). Guardando avanti, nei mesi a venire gli effetti base derivanti dai corsi dei beni energetici saranno sempre meno negativi, e finiranno poi con il diventare positivi. Il minor grado di utilizzo della capacità produttiva dovrebbe, tuttavia, contenere le spinte al rialzo sui prezzi.

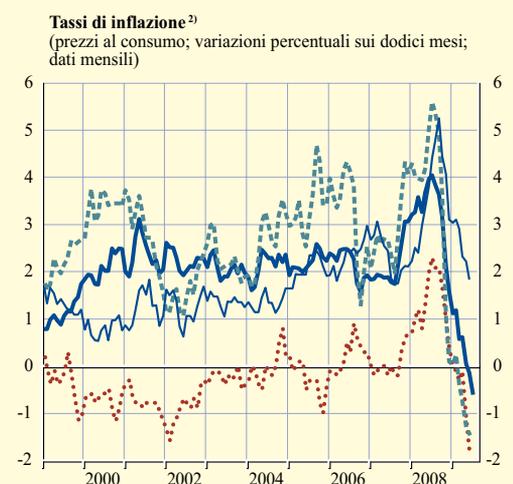
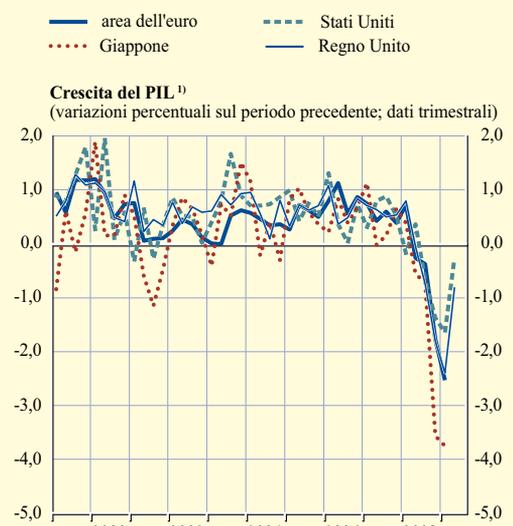
Secondo le proiezioni dei membri del Federal Open Market Committee (FOMC), pubblicate con il verbale della riunione del 23-24 giugno, il prodotto dovrebbe evidenziare una dinamica debole nel prosieguo dell'anno. La tendenza centrale delle proiezioni relative alla crescita del PIL in termini reali (nel quarto trimestre, sul periodo corrispondente) è compresa tra -1,5 e -1,0 per cento nel 2009 – in modesto rialzo rispetto alle proiezioni di aprile – e tra il 2,1 e il 3,3 per cento nel 2010, anno in cui è prevista una graduale ripresa.

GIAPPONE

L'attività economica, che nei trimestri precedenti aveva registrato un forte calo, evidenzia segnali di stabilizzazione. Dopo la contrazione di proporzioni inedite subito dal PIL nel primo trimestre (-3,8 per cento sul periodo precedente), le condizioni economiche sembrano essere lievemente migliorate. Stando all'indagine Tankan della Banca del Giappone per il secondo trimestre, l'indicatore del clima di fiducia delle grandi imprese manifatturiere è notevolmente aumentato rispetto al minimo storico del periodo precedente, mentre quello relativo alle grandi imprese non manifatturiere è salito per la prima volta negli ultimi due anni e mezzo. Anche l'evoluzione di alcuni indicatori a più alta frequenza, quali la produzione industriale e la spesa per consumi in termini reali, offre alcuni riscontri di miglioramento.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è divenuta notevolmente più negativa in giugno (-1,8 per cento, da -1,1 in maggio), rispecchiando effetti base derivanti dai costi dei beni energetici e dal sempre minor grado di utilizzo della capacità produttiva. Anche il tasso calcolato escludendo le componenti alimentare ed energetica è diminuito nello stesso mese (a -0,7 per cento, da -0,5 in maggio).

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.

Il 15 luglio la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato a circa lo 0,1 per cento l'obiettivo per il tasso sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale.

REGNO UNITO

Per quanto concerne il Regno Unito, negli ultimi trimestri il PIL in termini reali è sceso ulteriormente e l'inflazione si è moderata. Il calo del prodotto sul periodo precedente è stato pari al 2,4 per cento nel primo trimestre (contro l'1,9 per cento della stima preliminare), riconducibile alla generalità delle componenti di spesa, e allo 0,8 per cento (secondo la stima preliminare) nel secondo. In prospettiva si prevede un ulteriore – seppur più lenta – contrazione, in quanto è probabile che la caduta dell'occupazione e della ricchezza sia immobiliare sia finanziaria e l'inasprimento dei criteri di erogazione del credito continuano a gravare sulla spesa per consumi nel breve periodo. I recenti risultati delle indagini segnalano una possibile stabilizzazione dell'attività verso la fine del 2009. Dopo un lieve aumento agli inizi di quest'anno, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) ha ripreso a scendere (portandosi all'1,8 per cento in giugno, dal 2,2 di maggio). Le quotazioni degli alloggi calano dagli inizi della crisi finanziaria a metà 2007, anche se il ritmo di contrazione è diminuito nel periodo recente. A giugno l'indice Halifax dei prezzi delle abitazioni era inferiore del 15,0 per cento rispetto a un anno prima (contro il -16,3 per cento in maggio). Per il futuro si prevede che l'inflazione diminuisca ancora, restando nel breve periodo su livelli inferiori all'obiettivo fissato al 2 per cento. Tra il 5 marzo e il 30 luglio la Bank of England ha acquistato attività per 125 miliardi di sterline, di cui 122 miliardi in titoli di Stato, nell'ambito della Asset Purchase Facility. Il 6 agosto il Monetary Policy Committee ha annunciato la decisione di mantenere invariato allo 0,5 per cento il tasso ufficiale sulle riserve delle banche commerciali, e di accrescere le dimensioni del programma di acquisto di attività finanziarie di ulteriori 50 miliardi di sterline (a 175 miliardi).

ALTRI PAESI EUROPEI

In gran parte degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, la debole attività degli ultimi trimestri si è accompagnata a un calo dell'inflazione. In Svezia il PIL in termini reali è diminuito dello 0,9 per cento (sul periodo precedente) nel primo trimestre ed è rimasto invariato (in termini stagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi) nel secondo. Il tasso di contrazione di gran parte delle componenti del PIL si sta riducendo sensibilmente. In Danimarca il prodotto è sceso dell'1,1 per cento nel primo trimestre per l'indebolimento della domanda estera, l'inasprimento delle condizioni finanziarie e la flessione dei consumi privati. Negli ultimi mesi l'inflazione misurata sullo IAPC è scesa su livelli piuttosto bassi sia in Svezia sia in Danimarca e in giugno era pari, rispettivamente, all'1,6 e 0,9 per cento. Il 2 luglio la Sveriges Riksbank ha abbassato il tasso di riferimento principale di 25 punti base, allo 0,25 per cento.

I principali Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale, ad eccezione della Polonia, hanno tutti registrato una contrazione del PIL in termini reali nel primo trimestre. Il calo sul periodo precedente è stato pari al 2,5 per cento in Ungheria, al 3,4 per cento nella Repubblica Ceca e al 4,6 per cento in Romania. La Polonia ha mostrato la tenuta migliore, e nel primo trimestre ha registrato tassi di variazione sul periodo precedente ancora positivi (0,4 per cento) grazie alla crescita della domanda interna che è rimasta vigorosa rispetto agli altri paesi della regione. Gli indicatori congiunturali segnalano una perdurante debolezza dell'attività in queste economie. A giugno l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è diminuita nella Repubblica Ceca e in Ungheria (rispettivamente allo 0,8 e 3,7 per cento), mentre è rimasta invariata in Polonia e Romania (rispettivamente al 4,2 e 5,9 per cento). Il 27 luglio la Magyar Nemzeti Bank ha abbassato il tasso di riferimento principale di 100 punti base, all'8,5 per cento.



PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Secondo le statistiche più recenti, gran parte delle economie emergenti dell'Asia ha iniziato a riprendersi nel secondo trimestre del 2009. Dopo il drastico calo dell'interscambio con l'estero nei due trimestri precedenti, le statistiche commerciali più recenti mostrano variazioni mensili positive in diverse economie. Indicatori preliminari segnalano che anche la domanda interna ha evidenziato una ripresa, riconducibile principalmente alle politiche macroeconomiche espansive. Gli effetti negativi ritardati della crisi finanziaria mondiale, quali l'aumento della disoccupazione, continuano tuttavia a frenare i consumi privati interni. L'inflazione al consumo ha continuato a ridursi, e in alcuni paesi si è persino portata in territorio negativo.

In Cina il tasso di espansione del PIL in termini reali è salito al 7,9 per cento nel secondo trimestre sul periodo corrispondente, dal 6,1 nel primo. La domanda estera è rimasta relativamente debole, e il principale contributo alla crescita del PIL è provenuto dalla espansione molto sostenuta degli investimenti. Nei primi sei mesi dell'anno gli investimenti fissi nelle aree urbane sono aumentati del 34 per cento sul periodo corrispondente, grazie soprattutto all'impennata degli investimenti pubblici in infrastrutture. La crescita dei consumi è rimasta relativamente robusta, e le statistiche più recenti mostrano che la situazione migliora anche nel settore immobiliare. La rapida espansione degli investimenti ha stimolato la domanda di importazioni di materie prime e di altri beni primari, mentre le esportazioni si sarebbero stabilizzate su livelli bassi. Di conseguenza l'avanzo commerciale è calato notevolmente nel secondo trimestre, pur collocandosi a 8,2 miliardi di dollari statunitensi in giugno. Nello stesso mese l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è stata pari a -1,7 per cento, da -1,4 in maggio.

AMERICA LATINA

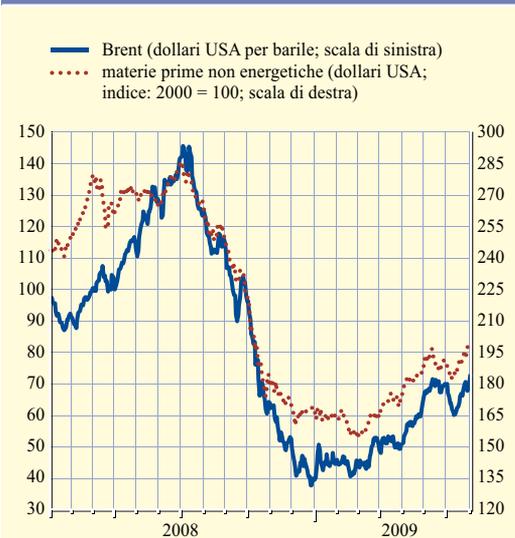
In America latina l'attività economica evidenzia timidi segnali di ripresa, benché da bassi livelli, mentre le spinte inflazionistiche si attenuano gradualmente. In Brasile la produzione industriale è diminuita del 10,9 per cento sui dodici mesi in giugno, dall'11,2 di maggio. A giugno l'inflazione al consumo sui dodici mesi è scesa al 4,9 per cento, dal 5,4 del mese precedente. Reagendo alla perdurante debolezza economica, il 23 luglio il Banco Central do Brasil ha abbassato il tasso di interesse di riferimento di 50 punti base (all'8,75 per cento). In Argentina la produzione industriale è diminuita dell'1,7 per cento sui dodici mesi a maggio, mentre l'inflazione al consumo ha continuato a calare al 5,3 per cento sui dodici mesi in giugno. Infine, in Messico l'attività economica si è nuovamente indebolita, e in giugno la produzione industriale è diminuita del 10,6 per cento sui dodici mesi (da -8,8 per cento di maggio). Le spinte inflazionistiche non sono tuttavia venute meno, e nello stesso mese l'inflazione complessiva ha raggiunto il 5,7 per cento. Il 17 luglio il Banco de México ha abbassato il tasso di riferimento di 25 punti base, al 4,5 per cento.

I.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

In luglio i corsi petroliferi hanno oscillato tra 60 e 70 dollari statunitensi al barile. Il 5 agosto il greggio di qualità Brent è stato quotato a 73,4 dollari, un valore superiore dell'86 per cento rispetto agli inizi del 2009 (l'aumento espresso in euro è di circa l'80 per cento). In prospettiva gli operatori si attendono una crescita del livello dei prezzi nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti future con scadenza nel dicembre 2011 che si collocano attorno agli 84 dollari.

Il rialzo che ha sospinto i prezzi a 70 dollari al barile nel mese di giugno è stato alimentato da attese più ottimistiche circa l'economia mondiale e le connesse prospettive per la domanda di petrolio. Nella prima metà di luglio, una volta diventato evidente che i fondamentali non giustificavano tale

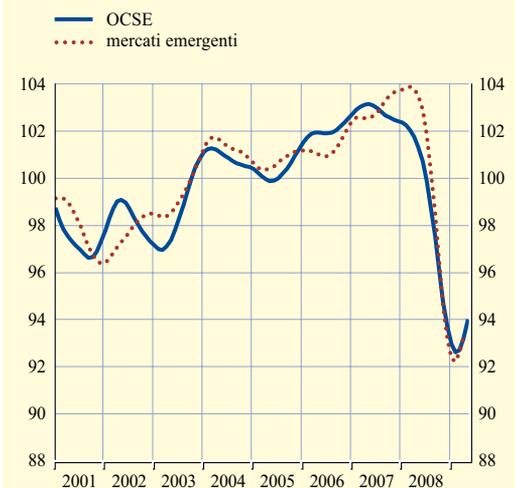
Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWI.

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.

ottimismo in presenza di scorte ancora molto consistenti nei paesi dell'OCSE e in assenza di segnali di una robusta ripresa della domanda nelle economie emergenti, si è osservata una correzione al ribasso delle quotazioni. Al volgere di luglio e nella prima settimana di agosto, tuttavia, i corsi sono tornati a salire, soprattutto sulla scia di indicazioni relative al rafforzamento della domanda cinese.

I prezzi delle materie prime non energetiche si sono lievemente moderati nell'ultimo mese. Il rincaro dei metalli osservato nel periodo recente è venuto meno, ma i fondamentali restano coerenti con futuri aumenti delle quotazioni. I corsi delle materie prime alimentari – in particolare della soia e del grano-turco – sono diminuiti dopo l'ascesa di giugno per il decumulo delle scorte attuato dalle autorità cinesi. Lo zucchero ha invece subito forti rincari, a causa dei timori connessi agli effetti del clima sulla produzione indiana. In luglio l'indice aggregato dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche era superiore di circa il 19 per cento rispetto all'inizio dell'anno.

1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Dopo avere subito un calo di proporzioni inedite al volgere dell'anno, nel periodo recente l'inter-scambio mondiale ha evidenziato segnali di stabilizzazione. In prospettiva, sebbene l'incertezza sia ancora elevata, vi sono segnali sempre più decisi che il deterioramento dell'economia mondiale è vicina a un punto di svolta. Gli indicatori anticipatori compositi dell'OCSE relativi al mese di maggio mostrano segni tangibili di miglioramento in gran parte delle economie, sia per quelle appartenenti sia per quelle non appartenenti all'organizzazione. Nell'insieme, le indicazioni più visibili di una ripresa dell'attività economica sono comparse nelle economie emergenti. Tuttavia, anche in alcune delle principali economie avanzate si stanno rafforzando i segnali di avvicinamento a un punto di svolta.

Benché le prospettive per l'economia mondiale restino contraddistinte da livelli di incertezza straordinariamente elevati, i rischi per l'attività economica sono più equilibrati. Da un lato, gli effetti positivi delle azioni di stimolo macroeconomico attualmente in corso e delle altre misure di politica economica adottate potrebbero risultare superiori alle attese, e il clima di fiducia potrebbe migliorare più rapidamente del previsto. Dall'altro, permangono timori per la possibilità di un più forte impatto delle turbolenze finanziarie sull'economia reale, di un'ulteriore crescita del prezzo del petrolio e delle materie prime, di più intense spinte protezionistiche, di ulteriori effetti sfavorevoli sul mercato del lavoro e di un'evoluzione sfavorevole dell'economia mondiale derivante da una correzione disordinata degli squilibri globali.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

I dati di giugno confermano la perdurante decelerazione sia di M3 che dei prestiti, indicando un calo del ritmo dell'espansione monetaria di fondo. Il flusso dei prestiti al settore privato non finanziario è rimasto moderato, soprattutto per quanto concerne i prestiti a breve termine alle società non finanziarie. In larga parte, la debolezza del credito alle società non finanziarie e alle famiglie riflette la forte incertezza che continua a gravare sulle prospettive del reddito, dell'attività economica e del mercato degli immobili residenziali. La correzione verso il basso delle attività totali delle IFM ha rallentato in giugno; in particolare, le attività sull'estero hanno segnato un aumento, dopo quattro mesi di flussi negativi.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

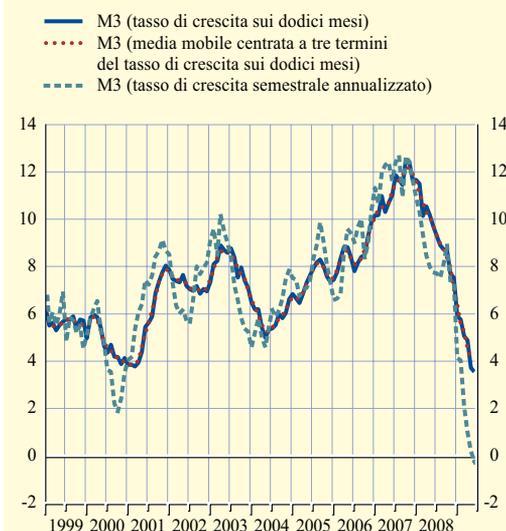
In giugno la crescita di M3 ha continuato a decelerare, registrando un tasso di variazione sui dodici mesi del 3,5 per cento, dal 3,7 di maggio (cfr. figura 5). L'incremento sul mese precedente è stato dello 0,2 per cento (contro -0,5 e 0,8 per cento in maggio e aprile rispettivamente), confermando così il profilo osservato dalla fine del 2008, che vede alternarsi tassi negativi e positivi. Guardando oltre questa volatilità di breve periodo, il ritmo dell'espansione monetaria si conferma nettamente più lento rispetto a quello del periodo antecedente l'intensificazione della crisi finanziaria nel settembre 2008.

Anche il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato ha continuato a diminuire in giugno. Il flusso mensile è stato significativamente positivo, ma di nuovo ciò va ricondotto principalmente all'andamento dei prestiti a intermediari finanziari non monetari diversi da compagnie di assicurazione e fondi pensione. Per contro, i prestiti al settore privato non finanziario sono rimasti modesti, in larga parte riflettendo il permanere di un elevato grado d'incertezza in merito alle prospettive del reddito, dell'attività economica e del mercato degli immobili residenziali. Questi fattori deprimono la domanda di prestiti e influenzano altresì le valutazioni delle banche riguardo il merito di credito dei mutuatari.

Per quanto concerne il finanziamento delle istituzioni creditizie, secondo i dati delle IFM di giugno sono state registrate modeste vendite nette di titoli di debito a lungo termine a istituzioni diverse dalle IFM, mentre i rimborsi netti di titoli a breve termine delle IFM si sono collocati nuovamente su livelli elevati. Complessivamente, le emissioni nette di titoli di debito delle IFM sono state negative; all'andamento hanno contribuito le moderate emissioni lorde di obbligazioni con garanzia pubblica e i rimborsi ancora più ingenti di obbligazioni non garantite. Dal lato dei depositi, sono affluiti fondi sia dal settore detentore di moneta, sia dal resto del mondo. Dopo quattro mesi consecutivi di deflussi, il calo delle attività totali detenute dal settore bancario ha rallentato in giugno e le IFM hanno ripreso ad accumulare attività nei confronti del resto del mondo e accresciuto il credito ai residenti nell'area dell'euro (in particolare tramite l'acquisizione di titoli).

Figura 5 Crescita di M3

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



Fonte: BCE.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Il calo di giugno del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 va ascritto al minore contributo dei depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* (M2-M1), il quale tuttavia è stato in parte compensato dal maggiore contributo complessivo di M1 (circolante e depositi *overnight*).

In giugno la crescita di M1 è tornata a registrare i sostenuti ritmi di espansione osservati dal terzo trimestre del 2008, con un tasso di incremento sui dodici mesi del 9,3 per cento, contro il 7,9 di maggio (cfr. tavola 1). L'aumento ha riflesso prevalentemente un marcato afflusso mensile nei depositi *overnight*.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è sceso ulteriormente, collocandosi allo 0,4 per cento in giugno dal 2,1 del mese precedente. Le componenti di questa categoria di depositi hanno continuato a mostrare andamenti divergenti: l'ulteriore accelerazione dei depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi (depositi a risparmio a breve termine) è stata più che compensata dal calo del tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi con scadenza prestabilita fino a due anni (depositi a termine a breve scadenza), al -6,1 per cento dal -2,7 in maggio.

Le considerazioni relative alla remunerazione sembrano restare la principale determinante degli andamenti dei diversi tipi di depositi a breve termine. I dati disponibili sui tassi d'interesse delle IFM per il periodo fino a maggio indicano che la remunerazione dei depositi a termine a breve scadenza ha continuato a ridursi rispetto a quella dei depositi *overnight* e dei depositi a risparmio a breve termine. Ciò spiega i deflussi dai depositi a termine a breve scadenza e la relativa buona tenuta dei flussi verso i depositi *overnight* e i depositi a risparmio a breve termine. È inoltre possibile che vi sia stata una maggiore allocazione di fondi a favore di attività finanziarie non comprese in M3, poiché la remunerazione dei depositi a breve e degli strumenti negoziabili si è ridotta ulteriormente rispetto ai rendimenti offerti dalle attività a più lungo termine.

Tavola 1 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2008 3° trim.	2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 mag.	2009 giu.
M1	45,0	0,7	2,7	5,3	7,9	7,9	9,3
Banconote e monete in circolazione	7,8	7,5	12,4	13,6	13,2	13,1	12,8
Depositi <i>overnight</i>	37,2	-0,6	0,8	3,6	6,9	6,8	8,6
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	41,4	19,1	15,8	9,3	3,0	2,1	0,4
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	23,4	37,6	29,0	12,9	-0,8	-2,7	-6,1
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	18,0	-1,7	-0,5	4,5	8,6	9,4	10,3
M2	86,4	9,2	8,9	7,2	5,5	5,0	4,8
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	13,6	8,9	4,1	-0,8	-2,5	-3,7	-4,0
M3	100,0	9,1	8,2	6,0	4,3	3,7	3,5
Credito a residenti nell'area dell'euro		9,1	7,4	5,9	4,3	3,9	4,2
Credito alle amministrazioni pubbliche		0,6	1,7	5,6	8,4	8,2	10,8
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		2,1	2,9	2,3	1,5	1,4	2,5
Credito al settore privato		10,9	8,6	6,0	3,5	3,1	3,0
Prestiti al settore privato		9,1	7,4	4,6	2,2	1,8	1,5
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione		10,1	8,5	6,1	3,6	3,3	2,8
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		3,3	1,2	1,8	2,7	2,8	3,0

Fonte: BCE.

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

Il tasso di variazione sui dodici mesi degli strumenti negoziabili è diminuito ulteriormente, collocandosi al -4,0 per cento in giugno dal -3,7 di maggio. Riguardo alle diverse tipologie di strumenti negoziabili, il tasso di crescita dei contratti pronti contro termine ha segnato un forte incremento, mentre quello delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari è rimasto sostanzialmente invariato su valori positivi. Per contro, il tasso di variazione dei titoli di debito a breve termine delle IFM (titoli con scadenza fino a due anni) detenuti dal settore detentore di moneta è divenuto più negativo, portandosi al -33,6 per cento in giugno. In questo mese, sono diminuite le consistenze di questi titoli detenute sia dal settore detentore di moneta, sia dai non residenti e dalle stesse IFM.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi di M3, che comprendono i depositi a breve termine e i contratti pronti contro termine e che rappresentano l'aggregato monetario più ampio per il quale è disponibile una scomposizione settoriale, non ha segnato variazioni di rilievo, attestandosi al 4,4 per cento in giugno. L'espansione è quasi interamente ascrivibile alle famiglie, benché il contributo di questo settore si sia gradualmente ridotto negli ultimi mesi. Per contro, il contributo delle società non finanziarie si è mantenuto sostanzialmente stabile, dopo aver mostrato un calo relativamente marcato al volgere dell'anno, su livelli prossimi allo zero. I depositi di M3 del settore delle famiglie hanno registrato un lieve deflusso mensile in giugno, per la prima volta dal dicembre del 2004. L'andamento è imputabile ai minori livelli di remunerazione offerti attualmente da questi depositi rispetto ad altre categorie di investimenti finanziari, nonché al rimborso di quote di debito in essere. Nel contempo, sia le società non finanziarie che gli intermediari finanziari non monetari hanno aumentato le proprie consistenze di depositi di M3.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di incremento sui dodici mesi del credito totale erogato dalle IFM ai residenti nell'area dell'euro è salito al 4,2 per cento in giugno, dal 3,9 di maggio (cfr. tavola 1). L'andamento va ricondotto al maggiore tasso di espansione del credito alle amministrazioni pubbliche (aumentato dall'8,2 al 10,8 per cento tra maggio e giugno), mentre la crescita sul periodo corrispondente del credito al settore privato è rimasta sostanzialmente invariata, al 3,0 per cento. In entrambi i casi, a giugno sono stati registrati ingenti flussi mensili connessi all'acquisizione da parte delle IFM di titoli di debito dei settori pubblico e privato.

Un ulteriore calo è stato invece segnato dal tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (che rappresenta la maggiore componente del credito a tale settore), sceso in giugno all'1,5 per cento dall'1,8 del mese precedente. Il flusso mensile è stato positivo, tuttavia ciò è imputabile soprattutto al sostenuto indebitamento a breve termine degli intermediari finanziari non monetari, come sopra indicato.

Dopo un periodo di intensa attività di cartolarizzazione alla fine del 2008 – nell'ambito della quale le istituzioni creditizie hanno ceduto i prestiti erogati e acquistato contestualmente i titoli emessi a fronte di tali prestiti per utilizzarli come garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema – negli ultimi mesi il ricorso a questo tipo di operazioni si è moderato. L'effetto distorsivo esercitato dalla cancellazione dei prestiti dai bilanci (*derecognition*) connessa con l'attività di cartolarizzazione dei mutui al settore privato è risultato pertanto relativamente modesto su base mensile, mentre è restato significativo nei tassi di crescita sui dodici mesi (ove la differenza tra le serie annuali corrette e non corrette è stata pari a 1,3 punti percentuali in giugno, in lieve calo rispetto al mese precedente). Nell'area dell'euro, il ruolo svolto dall'attività di cartolarizzazione nel finanziamento dei prestiti erogati dalle istituzioni creditizie è stato più contenuto che negli Stati Uniti (cfr. il riquadro 1).

DIFFERENZE ISTITUZIONALI FRA I MERCATI IPOTECARI NELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI

I mercati ipotecari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti presentano numerose differenze sul piano istituzionale, relative ad esempio alle caratteristiche dei mutui e alla struttura del finanziamento ipotecario. Tali differenze possono contribuire a spiegare il diverso grado di indebitamento delle famiglie e il diverso peso assunto dall'attività di cartolarizzazione nelle due regioni. Alla luce di ciò, questo riquadro analizza il ruolo svolto dalle agenzie statunitensi di emanazione governativa nel finanziamento ipotecario e propone un confronto con le pratiche di finanziamento ipotecario nell'area dell'euro. Espone inoltre alcune differenze fra le procedure di esecuzione forzata, che potrebbero influire sulla propensione delle famiglie a indebitarsi¹⁾.

Confronto fra il ruolo del sostegno pubblico al finanziamento ipotecario negli Stati Uniti e nell'area dell'euro

Una peculiarità del mercato ipotecario statunitense è il ruolo centrale svolto dalle agenzie di emanazione governativa (*government-sponsored enterprises*, GSE), che discende dal periodo della Grande depressione. Risale all'epoca infatti la costituzione della Federal National Mortgage Association (FNMA), oggi maggiormente nota come "Fannie Mae", agenzia governativa privatizzata poi nel 1968. In questo stesso anno è stata fondata una seconda GSE privata operante nel mercato ipotecario statunitense, la Federal Home Loan Mortgage Corporation (o "Freddie Mac"). Il ruolo fondamentale oggi svolto dalle due GSE è emerso a seguito della crisi delle casse di risparmio e prestito degli anni ottanta, che ha indotto cambiamenti radicali nella struttura dei mercati ipotecari statunitensi. Fino alla fine degli anni settanta, le casse di risparmio e di prestito hanno finanziato mutui ipotecari a tasso fisso a lungo termine mediante depositi per lo più a breve termine, in un contesto di tassi di interesse stabili. Tuttavia, l'aumento dei tassi nominali dovuto all'inflazione e i massimali di interesse fissati per i depositi hanno spinto i risparmiatori a ritirare fondi per investirli in attività che offrivano remunerazioni maggiori (processo di disintermediazione). Di conseguenza, le casse di risparmio e di prestito si sono trovate con insufficiente capitalizzazione, ulteriormente aggravata negli anni ottanta dagli investimenti rischiosi intrapresi da questi istituti dopo la loro deregolamentazione. Malgrado il minor rapporto depositi/prestiti rispetto al passato, esse hanno potuto concedere mutui ipotecari grazie alla possibilità di cancellarli dai propri bilanci cedendoli alle due GSE. La cessione del prestito implica inoltre, con riferimento ai mutui a tasso fisso (che rappresentano la tipologia solitamente scelta negli Stati Uniti dagli acquirenti di abitazioni), che l'istituto erogatore si libera dal rischio di un aumento dei tassi di interesse.

Per effetto di questi sviluppi storici, negli Stati Uniti i mutui a tasso fisso sono solitamente ceduti dalle banche erogatrici, o alle GSE – se rispondono a specifici standard qualitativi – oppure a emittenti privati di titoli cartolarizzati (*asset-backed securities*, ABS), i quali possono iscriverli a bilancio oppure cartolarizzarli. Grazie a una garanzia governativa implicita, negli ultimi

1) Le evidenze fornite in questo articolo si basano principalmente su Green, R. K. e S. M. Wachter, "The American Mortgage in Historical and International Context", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 19, n. 4, primavera 2005, pagg. 93-114; Coles, A. e J. Hardt, Mortgage markets: why US and EU markets are so different, International Union for Housing Finance, dicembre 2001; e BCE, Housing finance in the euro area, Occasional Paper, n. 101, marzo 2009.

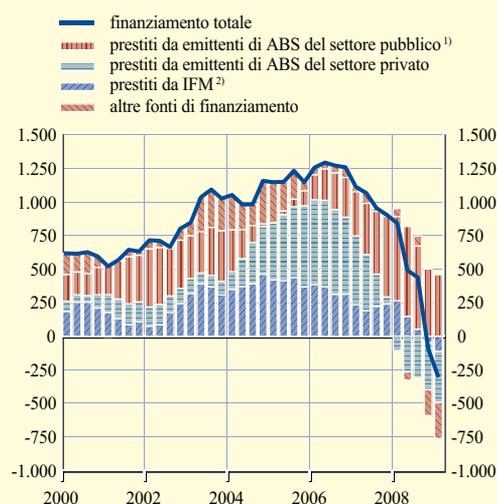
decenni le due GSE hanno goduto di costi di finanziamento inferiori rispetto a quelli delle banche private, emettendo titoli garantiti da mutui ipotecari (*mortgage-backed securities*, MBS). Tale garanzia è divenuta poi esplicita a settembre del 2008, quando Fannie Mae e Freddie Mac sono state poste sotto amministrazione controllata. Nel nuovo assetto, l'erogazione di credito ipotecario negli Stati Uniti è sostenuta dalle due GSE e, in ultima istanza, dal governo federale. Inoltre, grazie alla costituzione di pacchetti di mutui e all'emissione di MBS relativamente standardizzati, le GSE hanno promosso la liquidità nel mercato ipotecario secondario statunitense. In termini di consistenze, Fannie Mae e Freddie Mac detengono le quote maggiori di debito ipotecario; al tempo stesso, tra il 2004 e l'inizio delle turbolenze finanziarie, gli emittenti privati di ABS (solitamente istituzioni non di deposito non regolamentate) hanno aumentato considerevolmente le proprie quote di mercato, di pari passo con l'imposizione di limiti normativi all'attività delle GSE (cfr. figura A)²⁾.

A differenza degli Stati Uniti nell'area dell'euro i governi non forniscono sostegno paragonabile nell'erogazione di credito ipotecario ai residenti dell'area, nella misura in cui non intervengono per ridurre i costi di finanziamento dei mutui erogati dalle banche, né per favorire la cancellazione dei prestiti dai bilanci di queste ultime. Questo quadro generale è stato in parte modificato dalle turbolenze finanziarie e dalle conseguenti misure di sostegno introdotte dai singoli governi. Vi sono inoltre notevoli differenze nelle regole contabili tra i diversi Stati dell'area. In alcuni paesi le regole vigenti consentono la piena cancellazione dal bilancio delle banche dei prestiti oggetto di cartolarizzazione *pro soluto* (cosiddetta "derecognition") soltanto quando le operazioni di cartolarizzazione rispettano stringenti criteri³⁾. La situazione è diversa negli Stati Uniti, dove le regole contabili rendono in genere più facile la *derecognition* dei prestiti dal bilancio, e quindi il trasferimento a terzi dei rischi a loro connessi. Questi motivi possono in gran parte spiegare perché la cartolarizzazione dei mutui ipotecari da parte delle GSE o di emittenti privati di ABS abbia assunto dimensioni molto maggiori negli Stati Uniti che nell'area dell'euro.

Nell'area dell'euro i prestiti ipotecari restano iscritti in larga misura nei bilanci delle banche (cfr. figura B). Oltre che con i depositi, i quali rappresentano generalmente la principale fonte di raccolta delle banche dell'area, i prestiti per l'acquisto di abitazioni sono finanziati direttamen-

Figura A Finanziamento delle famiglie negli Stati Uniti

(transazioni cumulate su quattro trimestri in miliardi di dollari USA)



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

1) Prestiti da imprese di emanazione governativa (GSE) e da *mortgage pools* garantiti da agenzie e da GSE.

2) Banche commerciali, casse di risparmio e società cooperative di credito.

2) Secondo le statistiche bancarie consolidate elaborate dalla Banca dei regolamenti internazionali, alla fine di marzo del 2009 il 6 per cento dei crediti totali verso l'estero delle banche dell'area dell'euro interessava gli Stati Uniti.

3) Cfr. il riquadro 3 L'importanza degli standard contabili per l'interpretazione delle statistiche sui prestiti delle IFM nel numero di marzo 2008 di questo Bollettino.

te tramite l'emissione di obbligazioni garantite da ipoteca e le cartolarizzazioni di mutui residenziali (*residential mortgage-backed securities*, RMBS; cfr. la sezione 3 dell'articolo *Il finanziamento per l'acquisto di abitazioni nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino relativo al finanziamento dei prestiti ipotecari nell'area dell'euro). La costituzione di garanzie riduce generalmente i costi del finanziamento tramite emissioni obbligazionarie delle banche. Tuttavia, diversamente da quanto avviene negli Stati Uniti con la garanzia (implicita) offerta dal governo, nell'area non esiste un intervento pubblico paragonabile a sostegno dei costi di finanziamento dei mutui ipotecari. Nel caso di emissione di obbligazioni garantite i prestiti ipotecari restano iscritti nei bilanci delle banche, mentre nel caso degli RMBS vengono solo parzialmente cancellati dai bilanci di queste ultime, a seconda delle regole contabili vigenti nello Stato membro per la *derecognition* di prestiti oggetto di cartolarizzazione *pro soluto*. Pertanto, anche il rischio di insolvenza connesso con i prestiti ipotecari resta in larga misura nei bilanci delle banche. Alla fine del 2007 nell'area dell'euro il 21 per cento delle consistenze di prestiti per l'acquisto di abitazioni risultava finanziato tramite strumenti garantiti collocati sul mercato (9 per cento tramite obbligazioni garantite da ipoteca e 12 per cento mediante RMBS). Negli Stati Uniti la quota di mutui cartolarizzati ammontava a circa il 50 per cento del totale dei prestiti ipotecari⁴⁾.

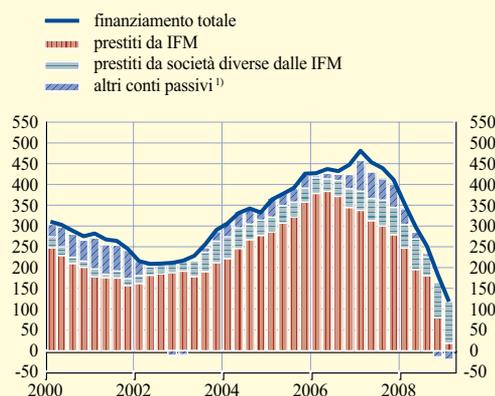
Implicazioni della struttura del finanziamento ipotecario per le caratteristiche dei prestiti ipotecari

Negli Stati Uniti l'importanza del fenomeno delle cartolarizzazioni dei mutui e del ruolo svolto dalle GSE e dagli emittenti privati di ABS ha determinato una netta prevalenza dei prestiti ipotecari a tasso fisso, tradizionalmente preferiti dai mutuatari statunitensi. La propensione delle banche a erogare mutui a tasso fisso trova una chiara spiegazione nel fatto di non dover assumere il rischio di finanziare attività a lungo termine con fondi a breve termine, dato che in genere i prestiti ipotecari a lungo termine potevano essere cancellati dai bilanci. Nell'area dell'euro, dipendendo da differenze istituzionali e da fattori di domanda e di offerta, i contratti a tasso fisso prevalgono in una minoranza di Stati membri, mentre in molti Stati sono maggiormente diffusi i mutui a tasso variabile (cfr. la sezione 2 dell'articolo *Il finanziamento per l'acquisto di abitazioni nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino).

Negli ultimi anni inoltre, fino alla crisi finanziaria, negli Stati Uniti sono nate forme atipiche di contratto, caratterizzate da tassi iniziali particolarmente "appetibili", ammortamento negativo ed LTV (rapporto fra l'ammontare del prestito e il valore dell'immobile) prossimo o superiore al

Figura B Finanziamento delle famiglie nell'area dell'euro

(transazioni cumulate su quattro trimestri in miliardi di euro)



Fonti: BCE.

1) Include anche i crediti commerciali e le passività nette di prodotti finanziari derivati.

4) Dato riferito alle cartolarizzazioni pro soluto fuori bilancio.

100 per cento, soprattutto nel segmento dei mutui di qualità non primaria (*subprime*). Il maggiore rischio di insolvenza collegato ai mutui subprime è stato in gran parte rimosso dai bilanci delle banche, e probabilmente trasferito per lo più a emittenti privati di ABS soggetti a una minore regolamentazione rispetto alle GSE. L'uso di questi contratti atipici è stato minore nell'area dell'euro, probabilmente in ragione delle regole contabili che rendono meno facile la cancellazione dei prestiti dal bilancio.

Infine, negli Stati Uniti di norma non vengono applicate penali in caso di estinzione anticipata, oppure queste sono di importo ridotto. Nell'area dell'euro, invece, sebbene sia consentito estinguere anticipatamente una parte o l'intero mutuo, tipicamente viene permesso dietro pagamento di una penale per i contratti a tasso fisso, mentre per quelli a tasso variabile in diversi paesi non sono previste spese.

Procedure di insolvenza e di esecuzione forzata

Circa ulteriori differenze istituzionali fra i mercati ipotecari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti, tra le procedure di insolvenza e di esecuzione forzata nelle due regioni esistono alcune differenze fondamentali che potrebbero contribuire a spiegare il diverso livello di indebitamento delle famiglie. Considerata la limitata disponibilità di dati e la pluralità di situazioni nei paesi dell'area, la valutazione proposta si basa su informazioni prevalentemente qualitative e non può che avere carattere generale.

Sebbene negli ultimi anni il numero di individui in situazione di bancarotta sia aumentato tanto nell'area dell'euro come negli Stati Uniti, i casi di insolvenza personale restano meno frequenti nei paesi dell'area che negli Stati Uniti. Ciò è riconducibile a importanti differenze nel quadro giuridico fra i paesi di *common law*, come gli Stati Uniti, e quelli di *civil law*, come quasi tutti i paesi dell'area. Nel sistema vigente in gran parte degli Stati statunitensi, i prestiti sono, all'atto pratico, trattati alla stregua di "non-recourse debt", vale a dire prestiti coperti da garanzie ma per i quali il mutuatario non è personalmente responsabile. Nei paesi di *civil law* invece, i mutuatari non sono facilmente esentati dall'obbligo di rimborso e rispondono personalmente di eventuali differenze fra il valore del bene immobile e l'ammontare prestato. A questo si aggiungono i tempi delle procedure legali, che in alcuni paesi dell'area possono risultare lunghi, mentre nei paesi di *common law* viene spesso preferita la via stragiudiziale. Queste differenze nelle procedure di insolvenza e di esecuzione forzata possono influire sulle condizioni per la concessione di prestiti e quindi sul grado di indebitamento delle famiglie. Infine, in relazione alle turbolenze finanziarie che hanno avuto origine nel mercato statunitense dei mutui di qualità non primaria, nel 2007 l'incremento delle persone insolventi è stato molto più marcato negli Stati Uniti che nell'area dell'euro (sulla scorta di dati limitati riferiti a pochi paesi dell'area).

Conclusioni

Le peculiarità del mercato ipotecario statunitense, caratterizzato dal ruolo preponderante delle GSE e degli emittenti privati di ABS e da una quota relativamente modesta di prestiti ipotecari che restano iscritti nei bilanci delle banche, offrono dei vantaggi in termini di minori costi di finanziamento e di raggruppamento dei rischi tramite la cartolarizzazione di mutui. Al tempo stesso, la relativa facilità con cui le banche possono cancellare i prestiti ipotecari dai propri bilanci ha alimentato negli ultimi anni l'indebitamento delle famiglie, fino all'inizio delle turbolenze finanziarie a metà del 2007. Inoltre il ricorso a operazioni strutturate e il diffondersi di emittenti

privati di ABS soggetti a una regolamentazione relativamente elastica, fino alla crisi finanziaria, hanno portato a sottovalutare i rischi all'interno del sistema finanziario e a una scarsa trasparenza nella loro distribuzione. In ultimo, questi sviluppi sono sfociati nella crisi.

Per contro, nell'area dell'euro i prestiti per l'acquisto di abitazioni restano in gran parte iscritti nei bilanci delle banche in quanto sono finanziati prevalentemente dai depositi bancari o, in una certa misura, dalle emissioni di obbligazioni garantite. La quota di emissioni di RMBS nell'area dell'euro è inoltre relativamente modesta. Nonostante la pluralità di regole contabili, nei paesi dell'area risulta di massima meno facile cancellare i prestiti dai bilanci delle banche rispetto agli Stati Uniti. Il fatto che i prestiti restino in gran parte iscritti nel bilancio di istituzioni regolamentate (le banche) promuove una maggiore cautela da parte dei prestatori nella concessione di prestiti. Al tempo stesso, le differenze normative in materia di emissioni di obbligazioni garantite e di RMBS, nonché di erogazione di prestiti ipotecari non standardizzati, hanno limitato le cartolarizzazioni di mutui nell'area. Da un lato, un maggiore ricorso a tali operazioni accrescerebbe la liquidità del mercato secondario e potrebbe ridurre i costi di finanziamento, il che andrebbe a vantaggio dei mutuatari. Dall'altro, come dimostrato dalla crisi finanziaria, per la stabilità del sistema finanziario è importante assicurare trasparenza sui rischi e far sì che questi rimangano, in misura significativa, nei bilanci di istituzioni adeguatamente regolamentate.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie ha registrato un'ulteriore significativa riduzione, attestandosi al 2,8 per cento in giugno dal 4,4 di maggio (cfr. tavola 2). Le consistenze in essere sono diminuite per tutte le scadenze, ma in particolare per i prestiti con scadenza fino a un anno. Nel valutare questo andamento, occorre tenere presente che, per via delle diverse aspettative di inflazione sulle varie scadenze, il costo in termini reali del finanziamento è attualmente più elevato per i prestiti a breve termine che per quelli a lungo termine, il che potrebbe incidere sulla composizione per scadenze dell'indebitamento del settore societario. Nel complesso, la modesta dinamica dei prestiti alle società non finanziarie riflette probabilmente la debolezza dell'attività economica e la sostanziale incertezza riguardante le sue prospettive. È

Tavola 2 Prestiti delle IFM al settore privato

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2008 3° trim.	2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 mag.	2009 giu.
Società non finanziarie	44,3	12,8	11,3	8,2	4,7	4,4	2,8
Fino a 1 anno	26,8	11,0	9,0	4,2	-2,4	-2,6	-5,4
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	20,4	18,6	16,0	12,5	9,8	9,7	7,3
Oltre 5 anni	52,8	11,8	10,8	8,9	6,8	6,4	5,7
Famiglie²⁾	45,3	3,9	2,8	0,9	0,1	-0,2	0,2
Credito al consumo ³⁾	13,0	4,4	3,2	1,3	-0,3	-0,7	-0,7
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	71,3	4,1	2,9	0,7	-0,2	-0,5	0,0
Altri prestiti	15,7	2,6	2,2	1,7	1,7	1,9	1,6
Società di assicurazione e fondi pensione	1,0	-6,6	-6,5	-5,8	-2,7	-3,0	-0,5
Altri intermediari finanziari non monetari	9,5	22,3	14,5	7,6	1,1	-0,0	2,0

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.

inoltre possibile che questo stia ostacolando l'accesso delle aziende al finanziamento bancario (per un'analisi più dettagliata, cfr. il riquadro 2).

Il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è salito allo 0,2 per cento in giugno, dal -0,2 di maggio, registrando un flusso mensile positivo. L'aumento ha riflesso una maggiore crescita sul periodo corrispondente dei prestiti per l'acquisto di abitazioni (che rappresentano la principale fonte di finanziamento del settore), il cui tasso è salito dal -0,5 per cento in maggio allo 0,0 in giugno. Considerata l'attuale incertezza sulle prospettive di reddito e del mercato degli immobili residenziali, è probabile che le famiglie mantengano un atteggiamento cauto nei confronti dell'accensione di nuovi prestiti, anche se i dati degli ultimi mesi non indicano un protrarsi della decelerazione dei prestiti al settore.

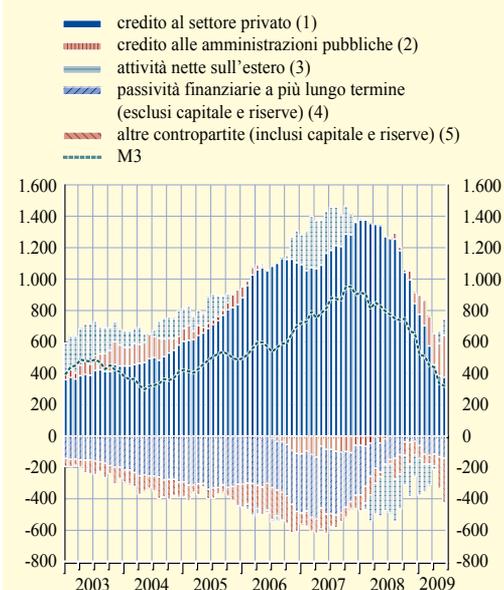
Per quanto riguarda le altre contropartite di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM, al netto di capitale e riserve, si è portato al 3,0 per cento dal 2,8 di maggio. Con riferimento alle diverse componenti, i depositi a lungo termine (depositi con durata prestabilita di oltre due anni e depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi) hanno segnato un'ulteriore forte accelerazione, da ricondurre in larga misura ai livelli di remunerazione più elevati offerti da questi strumenti rispetto ai depositi a breve termine. Il tasso di incremento dei titoli di debito a lungo termine emessi dalle IFM (con scadenza di oltre due anni) è rimasto sostanzialmente invariato a giugno. Diversamente da quanto avvenuto per i titoli a breve termine delle IFM, negli ultimi mesi i settori detentori di moneta hanno generalmente continuato ad acquistare i titoli delle IFM a più lungo termine; tramite questo strumento pertanto, in giugno le istituzioni creditizie hanno potuto di nuovo finanziarsi a lungo termine presso il settore non bancario. Allo stesso tempo, le emissioni nette di titoli a lungo termine delle istituzioni creditizie hanno superato gli acquisti da parte del settore detentore di moneta, dato che le IFM stesse hanno incrementato le proprie consistenze di tali strumenti.

In giugno il tasso di crescita sui dodici mesi di capitale e riserve è salito all'11,1 per cento dal 10,8 di maggio, riflettendo un ulteriore flusso mensile positivo.

Per quanto riguarda gli andamenti delle attività e delle passività verso l'estero del settore delle IFM, in giugno vi sono stati notevoli afflussi da entrambi i lati del bilancio. Dal lato delle attività, è stato registrato un marcato aumento dei prestiti, mentre dal lato delle passività è stato osservato un incremento persino maggiore dei depositi. Di conseguenza, la posizione netta sull'estero, che rappresenta una contropartita di M3, ha segnato un modesto deflusso mensile. Su base annua, l'afflusso netto è ulteriormente aumentato, collocandosi a 104 miliardi di euro in giugno, contro 81 miliardi nei dodici mesi terminati a maggio.

Figura 6 Contropartite di M3

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



Fonte: BCE.

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

In sintesi, i dati di giugno confermano il minore ritmo di crescita sia di M3 che dei prestiti, il che è indicativo di una decelerazione della crescita monetaria di fondo. Il protrarsi di un livello modesto di credito al settore privato non finanziario rispecchia probabilmente l'elevata incertezza che continua a gravare sulle prospettive del reddito, dell'attività economica e del mercato degli immobili residenziali. I dati delle IFM indicano altresì che in giugno non vi è stata un'ulteriore riduzione della leva finanziaria. Di fatto le attività totali detenute dalle IFM si sono accresciute, dopo quattro mesi consecutivi di flussi negativi, e l'aumento ha interessato tutte le principali classi di attività.

Riquadro 2

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

Il presente riquadro riporta i principali risultati dell'indagine di luglio sul credito bancario nell'area dell'euro. Tale rilevazione è effettuata dall'Eurosistema con frequenza trimestrale¹⁾. Essa mostra che nel secondo trimestre del 2009 la percentuale netta di banche segnalanti un irrigidimento dei criteri per la concessione di prestiti e linee di credito a favore delle imprese si è sostanzialmente dimezzata, scendendo al 21 per cento dal 43 del primo trimestre. È degno di nota che questo livello sia inferiore a quello elevato osservato nel terzo e quarto trimestre del 2008²⁾. Sebbene l'andamento confermi il punto di svolta nel ciclo di irrigidimento registrato nella rilevazione di aprile, i dati cumulati durante gli scorsi trimestri costituiscono ancora un grado significativo di irrigidimento netto dei criteri per l'erogazione del credito in un contesto in cui i flussi creditizi netti sono contenuti e in parte negativi. Al calo dell'irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito hanno concorso tutti i fattori, ma in particolare quelli dal lato dell'offerta, come la capacità delle banche di finanziarsi sul mercato e la loro posizione di liquidità. Gli istituti interpellati hanno inoltre segnalato nel secondo trimestre una diminuzione dell'irrigidimento netto dei criteri applicati alla concessione di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e per il credito al consumo, rispettivamente al 22 per cento (contro il 28 del primo trimestre) e al 21 per cento (a fronte del 26 del primo trimestre), in calo dai massimi storici del quarto trimestre del 2008. Per il terzo trimestre del 2009 le banche si attendono un'ulteriore diminuzione dell'irrigidimento netto per tutte e tre le categorie di prestiti. Quanto alla domanda di prestiti, le banche hanno rilevato una nuova flessione della domanda netta di prestiti alle imprese, seppur più contenuta rispetto al primo trimestre, mentre la domanda netta dei mutui per l'acquisto di abitazioni è diventata lievemente positiva nel secondo trimestre³⁾.

Come nelle rilevazioni precedenti, anche l'indagine di luglio conteneva una serie di domande puntuali, relative soprattutto agli effetti delle turbolenze finanziarie sui criteri di concessione del credito e sull'attività di prestito (cfr. l'ultima sezione del presente riquadro).

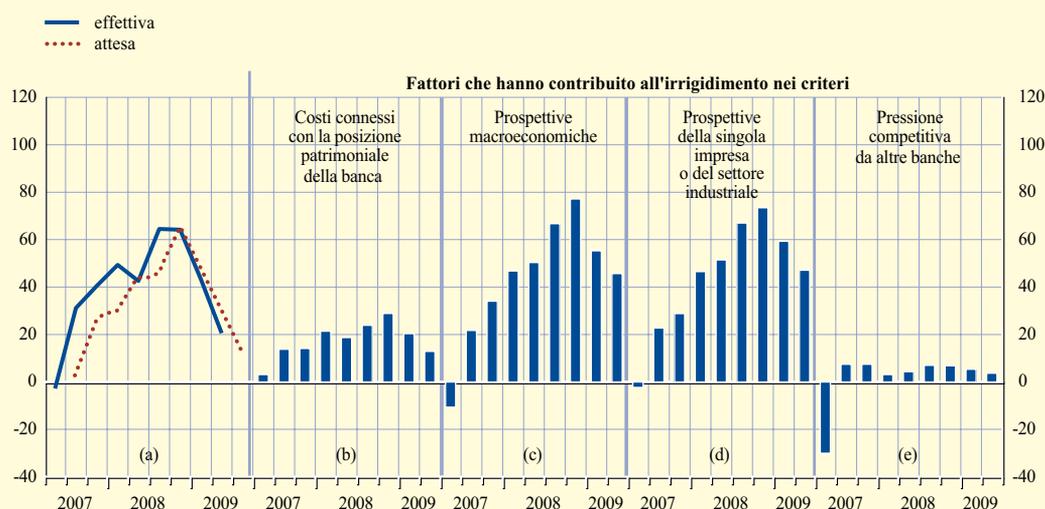
Prestiti e linee di credito a favore delle imprese

Criteri per la concessione del credito. Nel secondo trimestre del 2009 la percentuale netta di banche segnalanti un irrigidimento dei criteri per la concessione di prestiti alle imprese si è so-

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

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.

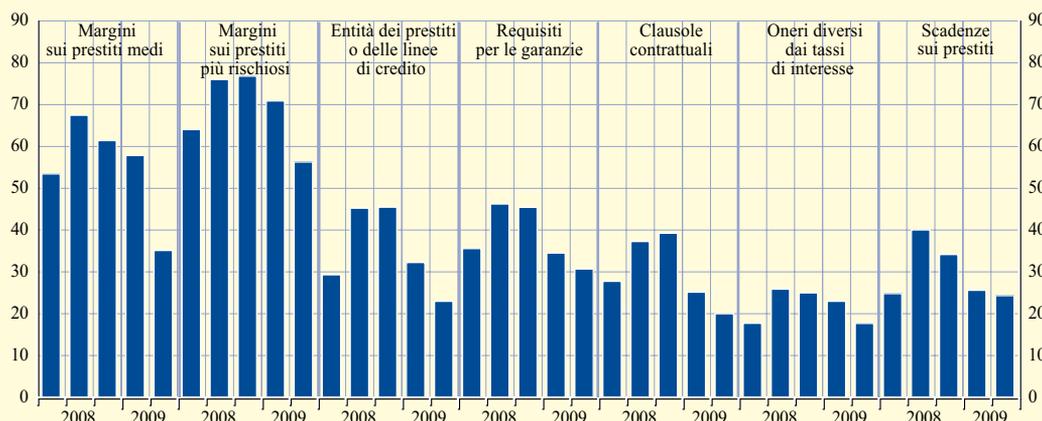
stanzialmente dimezzata, diminuendo al 21 per cento dal 43 del primo trimestre (cfr. figura A) ed evidenziando un calo dal livello elevato osservato nel terzo e quarto trimestre del 2008 (64 per cento). L'andamento conferma il punto di svolta nel ciclo di irrigidimento segnalato nella rilevazione di aprile, ancorché i dati cumulati durante gli scorsi trimestri rappresentino sempre un grado significativo di irrigidimento netto dei criteri per l'erogazione del credito. Al calo di quest'ultimo hanno concorso tutti i fattori, ma in particolare quelli dal lato dell'offerta, come la capacità delle banche di finanziarsi sul mercato (pari al 7 per cento contro il 19 del primo trimestre) e la loro posizione di liquidità (al -2 per cento a fronte del 14 del primo trimestre). All'origine dell'irrigidimento netto dei criteri per la concessione dei prestiti alle imprese continuano a esservi soprattutto le aspettative sull'attività economica in generale (passate dal 55 al 46 per cento) e le prospettive settoriali o specifiche di singole imprese (scese dal 59 al 47 per cento), sebbene anche il contributo di questi fattori al dato complessivo sia considerevolmente diminuito nel secondo trimestre del 2009.

Per quanto concerne i termini e le condizioni applicati alla concessione di prestiti a favore delle imprese, le banche hanno continuato a segnalare nel secondo trimestre un irrigidimento netto, ancorché in diminuzione. In particolare, l'irrigidimento netto riconducibile ai margini sui prestiti medi si è ridotto in misura significativa, al 35 per cento dal 58 del primo trimestre, registrando il livello più basso dal terzo trimestre del 2007 (cfr. figura B). Nel complesso, il grado di irrigidimento netto è stato inferiore per i termini e le condizioni diversi dal prezzo rispetto a quelli riguardanti i prezzi.

La diminuzione dell'irrigidimento netto dei criteri per la concessione del credito alle imprese ha interessato sia i prestiti alle imprese di grandi dimensioni sia quelli alle piccole e medie imprese (PMI). Come nella maggior parte delle indagini precedenti, nel secondo trimestre l'irrigidimen-

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".

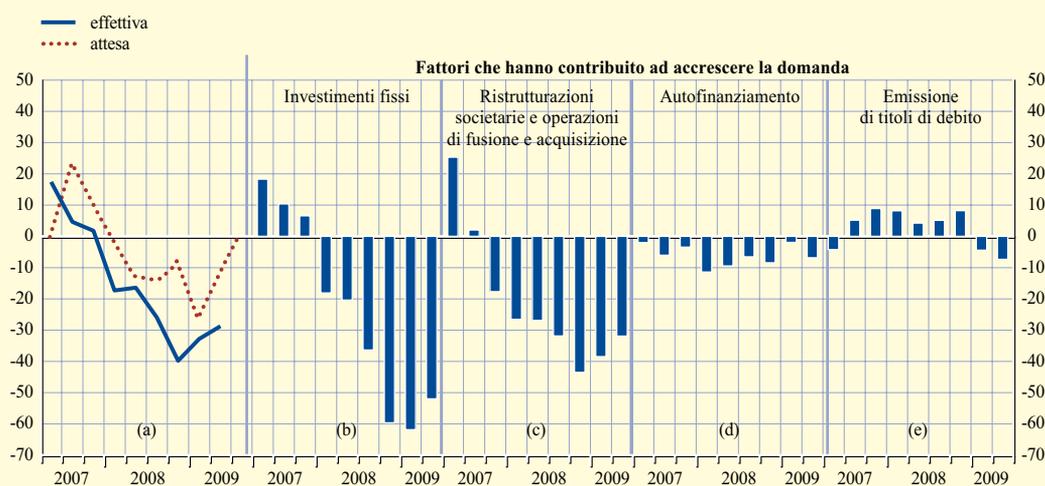
to netto dei criteri per l'erogazione di credito è stato lievemente più marcato per i prestiti alle imprese di grandi dimensioni (al 25 per cento dal 48 del primo trimestre) rispetto a quelli alle PMI (al 21 per cento dal 42 del trimestre precedente). Sia il fattore relativo ai costi di provvista e ai vincoli di bilancio sia quello concernente i rischi percepiti (prevalentemente le aspettative riguardanti l'attività economica in generale e le prospettive settoriali o specifiche di singole imprese) hanno concorso in misura considerevole al più contenuto irrigidimento netto dei prestiti alle grandi imprese e alle PMI. Allo stesso tempo le aspettative riguardanti l'attività economica in generale e le prospettive settoriali o specifiche di singole imprese hanno continuato a essere le determinanti più importanti alla base del grado di irrigidimento netto dei criteri applicati all'erogazione di prestiti sia alle grandi imprese sia alle PMI. I costi relativi alle posizioni patrimoniali delle banche hanno svolto ancora un ruolo leggermente più rilevante nell'irrigidimento netto per le grandi imprese rispetto alle PMI. Allo stesso tempo le grandi imprese hanno beneficiato in misura di poco maggiore rispetto alle PMI della migliorata posizione di liquidità delle banche (nel senso che la posizione di liquidità degli istituti ha contribuito a un allentamento dei criteri di concessione del credito per le grandi imprese). Il minor irrigidimento netto per i prestiti alle imprese nel secondo trimestre si è anche rispecchiato nei termini e nelle condizioni per i prestiti sia alle grandi imprese sia alle PMI. Nel complesso, il grado di irrigidimento netto dei termini e delle condizioni è stato per lo più superiore per le grandi imprese rispetto alle PMI.

Le aspettative relative ai criteri di erogazione applicati ai prestiti e alle linee di credito a favore delle imprese per il terzo trimestre indicano un'ulteriore moderazione dell'irrigidimento netto (al 12 per cento; cfr. figura A).

Domanda di prestiti. Secondo gli istituti interpellati, nel secondo trimestre la domanda netta di prestiti da parte delle imprese ha continuato a diminuire, toccando un livello pari al -29 per cento (a fronte del -33 per cento del primo trimestre; cfr. figura C). Il calo della domanda netta è imputabile a un marcato decremento del fabbisogno di finanziamento per investimenti fissi (al -52 per cento contro il -62 per cento del primo trimestre) nonché per attività di fusione e acquisizione e ristruttur-

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.

turazioni societarie (al -32 per cento rispetto al -39 per cento del trimestre precedente). Per quanto concerne il ricorso a finanziamenti alternativi, mentre i prestiti delle altre banche o degli istituti non bancari hanno sostenuto la domanda netta di prestiti alle società, l’autofinanziamento ha contribuito in maniera moderatamente negativa alla domanda netta di prestiti da parte delle imprese. Anche l’emissione di titoli di debito e azioni ha contribuito negativamente alla domanda netta di prestiti, in misura lievemente superiore rispetto al primo trimestre. Ciò potrebbe rispecchiare un miglioramento delle condizioni di mercato per l’emissione dei titoli di debito e delle azioni nel secondo trimestre.

In termini di dimensioni dei prenditori, sulla base dell’indice di diffusione⁴⁾, la domanda di prestiti leggermente meno negativa va ascritta sia alle grandi imprese sia alle PMI. Quanto all’andamento per scadenza, la domanda netta di prestiti alle società a lungo termine è stata di gran lunga meno negativa nel secondo trimestre, mentre quella di prestiti alle società a breve termine ha seguito a scendere.

Nel terzo trimestre la domanda netta di prestiti da parte delle imprese dovrebbe diventare positiva (collocandosi all’1 per cento), per la prima volta dal quarto trimestre del 2007 (cfr. figura C).

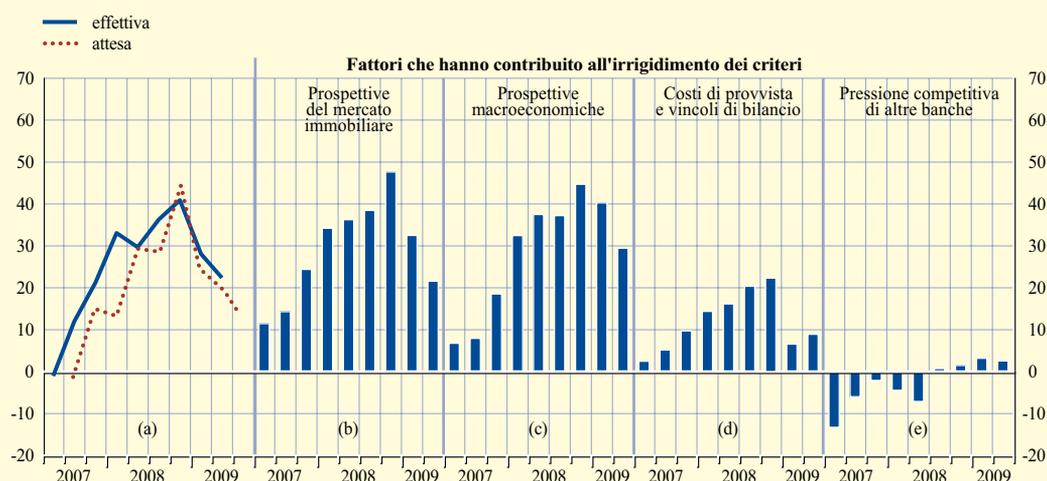
Prestiti alle famiglie per l’acquisto di abitazioni

Criteri per la concessione del credito. Nel secondo trimestre del 2009 la percentuale netta di banche dichiaranti un irrigidimento dei criteri di concessione dei prestiti alle famiglie per l’ac-

4) L’indice di diffusione corrisponde alla percentuale netta ponderata in base all’intensità della risposta: agli istituti di credito che hanno risposto “considerevolmente” è attribuito un peso doppio (punteggio pari a 1) rispetto agli istituti che hanno risposto “leggermente” (punteggio pari a 0,5).

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. note della figura A.

acquisto di abitazioni è ulteriormente diminuita al 22 per cento (cfr. figura D), a fronte del 28 per cento del primo trimestre e in diminuzione dal massimo storico del quarto trimestre del 2008 (al 41 per cento). Ancora una volta le aspettative sull'attività economica in generale (al 29 per cento contro il 40 per cento del primo trimestre) e le prospettive del mercato degli immobili residenziali (al 22 per cento a fronte del 33 per cento del trimestre precedente) hanno costituito i principali fattori all'origine dell'irrigidimento netto dei criteri in esame. A differenza dei prestiti alle imprese, i costi di provvista e i vincoli di bilancio delle banche hanno contribuito a un ulteriore lieve irrigidimento dei criteri di erogazione dei mutui per l'acquisto di abitazioni nel secondo trimestre (al 9 per cento dal 7 per cento del trimestre precedente).

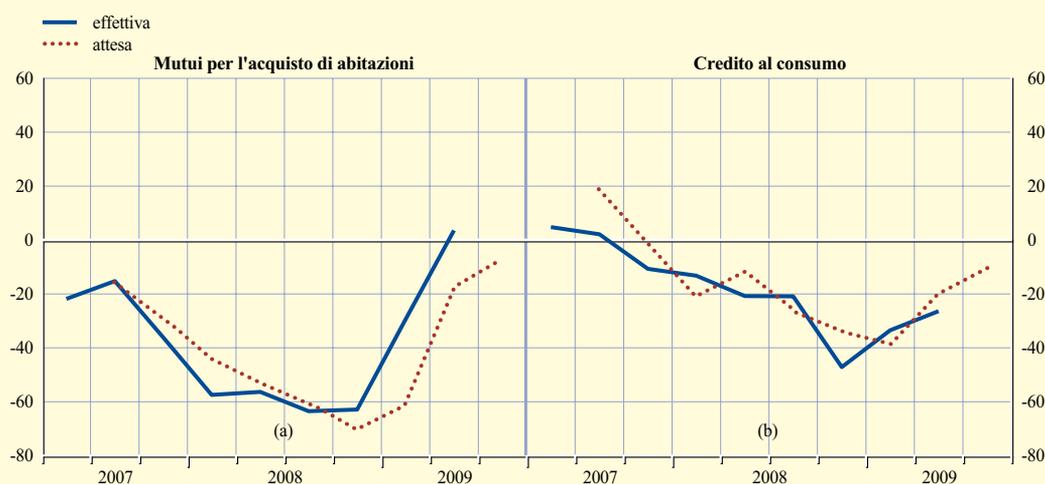
Per quanto riguarda i termini e le condizioni dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, l'irrigidimento netto dovuto ai margini è stato considerevolmente ridotto nel secondo trimestre, soprattutto per i prestiti medi (dal 38 al 10 per cento), ma anche per i prestiti più rischiosi (al 35 per cento dal 52 per cento del primo trimestre). Quanto ai termini e alle condizioni diverse dai prezzi, invece, l'irrigidimento netto si è ridotto in misura minima nel secondo trimestre. In particolare, l'irrigidimento netto del rapporto fra l'ammontare del prestito e il valore delle garanzie è rimasto costante sul livello ancora relativamente elevato in termini storici del 25 per cento. Inoltre, l'irrigidimento netto imputabile ai requisiti per le garanzie è restato sostanzialmente invariato al 18 per cento (a fronte del 19 per cento del trimestre precedente).

Per il terzo trimestre gli intermediari intervistati hanno dichiarato di attendersi un irrigidimento leggermente più contenuto dei criteri di concessione dei mutui per l'acquisto di abitazioni (al 12 per cento; cfr. figura D).

Domanda di prestiti. La domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni è tornata positiva nel secondo trimestre (al 4 per cento contro il -30 per cento del primo trimestre; cfr. figura E) per la prima volta dal secondo trimestre del 2006 quando è iniziata la moderazione del tasso di crescita (sul periodo corrispondente) dei prestiti per l'acquisto di abitazioni. L'incremento della

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.

domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni è imputabile in particolare a una valutazione considerevolmente meno negativa delle prospettive del mercato degli immobili residenziali e del clima di fiducia tra i consumatori rispetto al primo trimestre. Nel terzo trimestre la domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni dovrebbe diminuire (al -7 per cento).

Credito al consumo e altre tipologie di prestiti alle famiglie

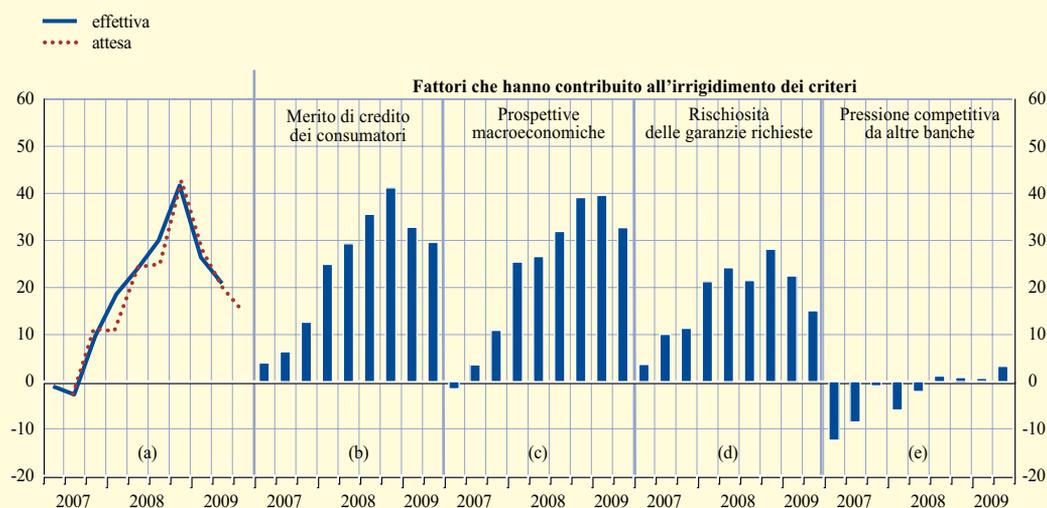
Criteri per la concessione del credito. Nel secondo trimestre la percentuale netta di banche segnalanti un irrigidimento dei criteri per la concessione del credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie è ulteriormente diminuita al 21 per cento (cfr. figura F), dal 26 per cento del primo trimestre, evidenziando un calo dal massimo storico del 42 per cento osservato nel quarto trimestre del 2008. Il principale fattore all'origine dell'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 e alle altre tipologie di prestiti alle famiglie, le banche hanno continuato ad aumentare i margini sia sui prestiti medi che su quelli più rischiosi, ma in misura considerevolmente inferiore rispetto al primo trimestre.

Per il terzo trimestre si prevede che l'irrigidimento netto dei criteri per la concessione del credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie diminuisca ulteriormente al 15 per cento (cfr. figura F).

Domanda di prestiti. La domanda netta di credito al consumo e altre tipologie di prestiti alle famiglie è rimasta negativa nel secondo trimestre, seppur in misura leggermente inferiore rispetto al trimestre precedente (al -26 per cento contro il -34 per cento del trimestre precedente; cfr. figura E). I due principali fattori frenanti per la domanda sono stati nuovamente la fiducia dei consumatori nonché la spesa più contenuta per beni di consumo durevoli.

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

(saldi percentuali)



Nota: cfr. note della figura A.

Per il terzo trimestre ci si attende che la domanda netta di credito al consumo e altre tipologie di prestiti alle famiglie diventi meno negativa (collocandosi al -10 per cento).

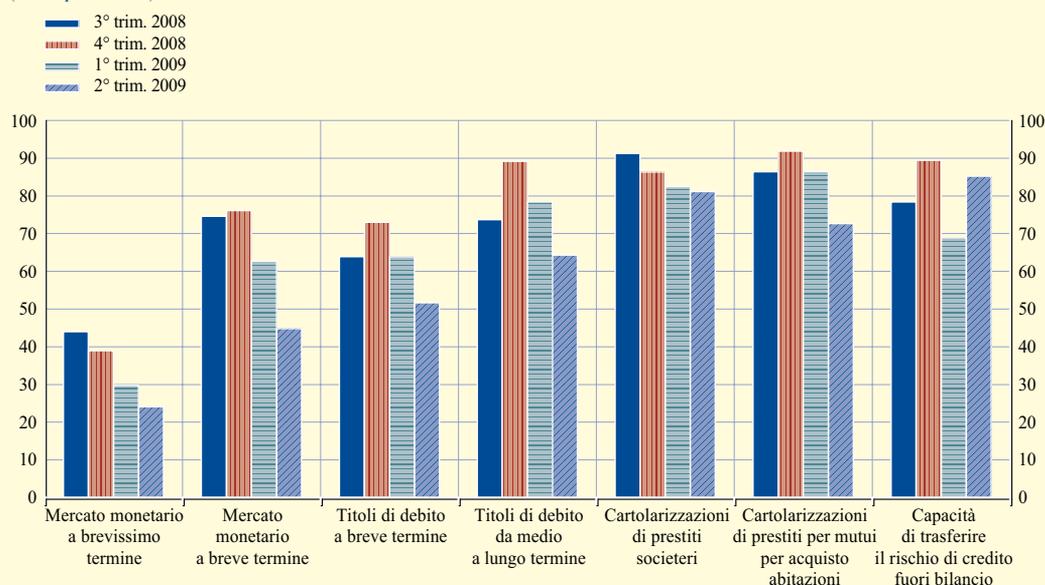
Domande ad hoc sulle turbolenze finanziarie

In linea con le domande *ad hoc* già contenute nelle edizioni precedenti, l'indagine di luglio contemplava una serie di domande puntuali tese a valutare l'impatto delle tensioni presenti nei mercati finanziari dalla seconda metà del 2007. Tale serie è stata integrata da una nuova domanda *ad hoc* relativa all'impatto che l'introduzione dello schema di regolamentazione sull'adeguatezza patrimoniale denominato Basilea 2 ha esercitato sui criteri di concessione del credito applicati dalle banche.

Nel secondo trimestre le banche hanno segnalato che il loro accesso al finanziamento all'ingrosso è stato meno difficoltoso rispetto al primo trimestre nella maggior parte dei mercati e delle categorie riportate nella figura G. Quanto all'accesso al finanziamento sul mercato monetario, meno del 50 per cento delle banche interpellate ha dichiarato di aver riscontrato ostacoli nell'accesso al mercato, soprattutto al mercato monetario a brevissimo termine, a seguito delle turbolenze finanziarie. Sebbene la percentuale delle banche che ha avuto difficoltà ad accedere ai mercati dei titoli di debito a breve e medio termine nonché a lungo termine (rispettivamente pari al 52 e al 64 per cento) sia stata più elevata, si è collocata su un livello considerevolmente inferiore a quello del primo trimestre. Riguardo alla cartolarizzazione *pro soluto*, l'accesso al mercato per quanto concerne i mutui per l'acquisto di abitazioni ha registrato un lieve miglioramento, mentre per i prestiti alle società i progressi sono stati trascurabili. L'accesso ai mercati delle cartolarizzazioni ha continuato a essere problematico secondo il 70-85 per cento degli istituti interpellati. Nei prossimi tre mesi le banche si attendono un ulteriore miglioramento dell'accesso ai mercati monetari e dei titoli di debito, ma sostanzialmente le medesime difficoltà del secondo trimestre nell'accedere ai mercati delle cartolarizzazioni.

Figura G Accesso a finanziamento sul mercato all'ingrosso

(valori percentuali)



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

Secondo gli istituti interpellati, l'accesso al finanziamento all'ingrosso è migliorato in parte per effetto degli annunci e dell'introduzione da parte dei governi di iniziative di sostegno alla ricapitalizzazione e di garanzie statali per i titoli di debito emessi dalle banche. Il 60 per cento degli istituti interpellati (in aumento dal 50 per cento circa del primo trimestre) ha segnalato un impatto "moderato" o "considerabile" delle misure di sostegno pubblico sul loro accesso al finanziamento nel secondo trimestre. Per i prossimi tre mesi si attendono un impatto favorevole sostanzialmente stabile da tali misure governative per l'accesso al finanziamento all'ingrosso.

In linea con il migliorato accesso ai mercati monetari e dei titoli di debito, gli istituti hanno dichiarato che nel secondo trimestre è diminuito l'impatto sui prestiti bancari riconducibile al difficile accesso al mercato, sia per quanto concerne i margini sia, in particolare, per i volumi. Tale impatto ha continuato a essere più marcato per i margini rispetto all'ammontare dei prestiti erogati. Per i prossimi tre mesi le banche hanno indicato di attendersi un effetto analogo sulla loro propensione a concedere prestiti e sui margini dovuto all'accesso ancora problematico al finanziamento nei mercati monetari, in quelli dei titoli di debito e della cartolarizzazione.

Infine, una nuova domanda *ad hoc* riguardava la misura in cui l'introduzione dello schema di regolamentazione sull'adeguatezza patrimoniale noto come Basilea 2 (direttiva sui requisiti patrimoniali, ossia *Capital Requirements Directive*, CRD), più sensibile al rischio, ha inciso dal primo trimestre del 2008 sulle politiche di prestito delle banche attraverso il suo potenziale impatto sulla posizione patrimoniale degli istituti. La CRD è stata attuata a partire dal gennaio 2007 e le banche dell'UE hanno iniziato a segnalare coefficienti patrimoniali basati sulla CRD dal gennaio 2008. Secondo la maggior parte degli istituti interpellati, la transizione alla CRD non ha avuto alcun effetto di rilievo sui criteri per la concessione dei prestiti alle imprese e alle

famiglie dal primo trimestre del 2008. Ciò nonostante, l'impatto è stato lievemente superiore per i prestiti alle imprese rispetto a quelli alle famiglie. Quanto ai prestiti alle imprese, le grandi imprese hanno risentito in misura leggermente superiore rispetto alle PMI.

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

Come nei mesi precedenti, a maggio si è mantenuto su livelli elevati il tasso annuo di crescita delle consistenze di titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro. È proseguita a ritmi sostenuti la crescita delle emissioni di titoli di debito da parte delle società non finanziarie e delle amministrazioni pubbliche. Il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di azioni quotate ha segnato un ulteriore moderato aumento, il quale è da ricondurre principalmente alla raccolta di nuovo capitale azionario da parte delle IFM ed è stato sostenuto dal positivo andamento dei mercati azionari.

TITOLI DI DEBITO

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è rimasto su un livello elevato a maggio, al 12,0 per cento contro il 12,1 per cento del mese precedente (cfr. tavola 3). Il tasso di crescita dei titoli di debito a breve termine è diminuito di 3,1 punti percentuali tra aprile e maggio, al 22,7 per cento, mentre quello dei titoli di debito a lungo termine ha mostrato un moderato incremento di 0,3 punti percentuali, portandosi al 10,6 per cento. Fra le emissioni di titoli di debito a lungo termine quelle a tasso fisso prevalgono su quelle a tasso variabile, anche se quest'ultima categoria di titoli si è andata diffondendo negli ultimi anni. Nondimeno, dopo un periodo caratterizzato da notevoli emissioni nette di titoli di debito a lungo termine a tasso variabile alla fine del 2008, gli operatori di mercato sono tornati a preferire le emissioni a tasso fisso, forse di riflesso alla maggiore inclinazione della curva dei rendimenti. Tra aprile e maggio pertanto, il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni a lungo termine a tasso fisso è salito dall'8,4 al 9,2 per cento, mentre quello delle emissioni a lungo termine a tasso variabile è sceso dal 15,7 al 14,2 per cento.

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2009 mag.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 apr.	2009 mag.
Emissione di titoli di debito:	13.927	6,9	7,3	7,8	10,6	12,1	12,0
IFM	5.455	7,8	8,2	5,7	5,9	6,4	5,5
Società finanziarie non monetarie	2.043	21,4	22,9	23,5	29,3	30,4	29,4
Società non finanziarie	741	5,9	4,1	5,0	7,6	9,9	9,9
Amministrazioni pubbliche	5.687	2,2	2,4	5,6	10,2	12,5	13,6
di cui:							
Amministrazioni centrali	5.338	2,3	2,4	5,8	10,5	12,6	13,9
Altre amministrazioni pubbliche	349	1,3	3,0	2,9	5,9	10,6	9,4
Emissione di azioni quotate:	3.580	0,9	0,6	0,8	1,2	1,7	2,0
IFM	455	1,5	2,8	4,9	7,2	8,2	8,9
Società finanziarie non monetarie	255	2,4	2,6	2,6	3,2	3,4	3,2
Società non finanziarie	2.871	0,6	0,0	-0,1	0,0	0,5	0,8

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*.

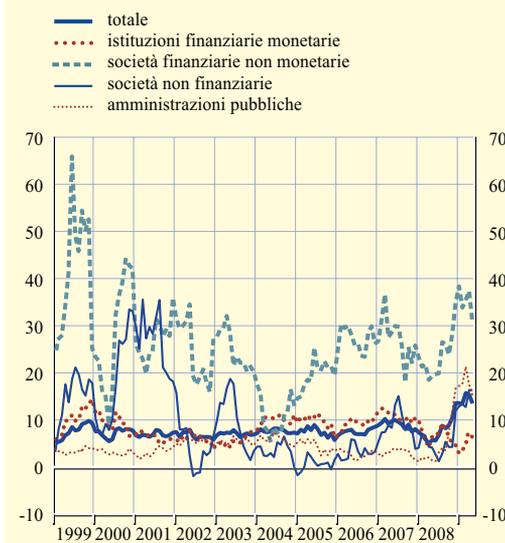
L'andamento nel breve periodo può essere misurato meglio prendendo in considerazione i tassi di crescita sui sei mesi espressi in ragione d'anno e calcolati su dati destagionalizzati. Questi segnalano una lieve attenuazione della perdurante forte crescita delle emissioni totali di titoli di debito, collocatasi al 13,5 per cento in maggio, con un calo di circa 2 punti percentuali rispetto al mese precedente. Il calo è da attribuire principalmente ad una decelerazione delle emissioni di titoli di debito con scadenze a breve termine (cfr. figura 7).

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie è rimasto invariato al 9,9 per cento in maggio; analogamente, il tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno si è mantenuto al 16,3 per cento, il livello più alto dall'estate del 2003. Le emissioni delle società non finanziarie hanno continuato a essere caratterizzate prevalentemente da titoli di debito a lungo termine a tasso fisso, il cui tasso di crescita è salito al 21,9 per cento in maggio, dal 19,9 per cento del mese precedente. A questo dato si contrappongono i tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine a tasso variabile e dei titoli di debito a breve termine a tasso variabile, che in maggio sono stati pari rispettivamente al -2,1 e al -21,3 per cento. La sostenuta attività di emissione di titoli a lungo termine a tasso fisso potrebbe riflettere una parziale sostituzione del finanziamento tramite prestiti bancari con il finanziamento mediante titoli di debito emessi sul mercato; questo andamento si colloca in un contesto di calo dei differenziali di rendimento dall'inizio dell'anno e di vincoli al finanziamento bancario, come emerge peraltro dall'indagine dell'Eurosistema sul credito bancario nell'area dell'euro. Anche il protrarsi di un livello modesto di fusioni e acquisizioni, che tradizionalmente sono una delle principali determinanti delle emissioni societarie, avvalorava l'idea di una sostituzione delle fonti di finanziamento dal settore bancario al mercato, almeno per quanto concerne le aziende più grandi, in grado di ottenere fondi sui mercati finanziari. Inoltre, dati recenti segnalano un più ampio ricorso all'emissione di titoli di debito in tutte le categorie di *rating* e settori, in particolare per gli emittenti di qualità elevata a più basso *rating* e per i settori più ciclici.

Per quanto concerne il settore finanziario, il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM ha segnato un lieve calo in maggio, al 5,5 per cento, dopo una ripresa nei primi mesi del 2009 grazie alla concessione di garanzie governative per l'emissione di obbligazioni bancarie. A maggio le emissioni di titoli di debito a lungo termine a tasso fisso sono rimaste sostenute, mentre una notevole decelerazione ha interessato sia i titoli di debito a breve termine, sia quelli a lungo termine a tasso variabile. Il tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno e calcolato su dati destagionalizzati dei titoli di debito emessi dalle IFM è sceso di 0,4 punti percentuali, al 6,0 per cento in maggio; all'andamento hanno contribuito, da un lato, la forte contrazione dei titoli di debito a breve termine (al 6,3 per cento dall'11,7 per cento del mese precedente) e, dall'altro, l'aumento dei titoli di debito a lungo termine (al 5,9 per cento dal 5,3 per cento di aprile).

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.

Passando alle società finanziarie non monetarie, il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi è sceso al 29,4 per cento in maggio, contro il 30,4 per cento di aprile. Ciò nonostante, il settore è rimasto di gran lunga la componente a più rapida crescita delle emissioni totali di titoli di debito e il tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno ha continuato ad aumentare, rispecchiando il perdurare di una significativa attività di autocartolarizzazione. Le emissioni delle istituzioni finanziarie non monetarie hanno continuato a interessare maggiormente le scadenze più lunghe, in particolare dei titoli a tasso variabile.

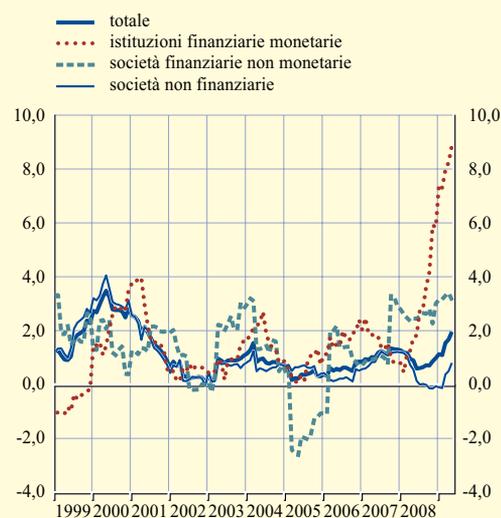
Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche ha raggiunto il 13,6 per cento in maggio, mantenendosi su un livello decisamente superiore al tasso medio del 4 per cento circa registrato dal 1999. È invece diminuito di 2,2 punti percentuali il tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno e calcolato su dati destagionalizzati dei titoli di debito emessi dal settore, sceso al 15,3 per cento in maggio. Nel complesso, la consistente attività di emissione riflette il perdurare di un sostanziale fabbisogno di finanziamento da parte delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro.

AZIONI QUOTATE

Il tasso di variazione sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro ha continuato a registrare complessivamente una crescita moderata, portandosi al 2,0 per cento in maggio (cfr. figura 8). Sebbene quasi tutti i settori abbiano contribuito a tale aumento, la crescita sui dodici mesi delle emissioni di azioni da parte delle IFM è rimasta particolarmente sostenuta, all'8,9 per cento, rispecchiando gli sforzi di molte banche a migliorare la loro base patrimoniale e rafforzare così i propri bilanci. Inoltre, il tasso di crescita delle azioni quotate emesse da società non finanziarie è salito allo 0,8 per cento in maggio, sostenuto probabilmente dagli andamenti positivi registrati dai mercati azionari negli ultimi mesi.

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

I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi sia garantiti che privi di garanzia sono in generale calati in luglio. In tale periodo è diminuito anche il differenziale tra i tassi di interesse a tre mesi sui depositi privi di garanzia e quelli garantiti, in quanto i primi sono diminuiti più rapidamente dei secondi. Nel mese l'Eurosistema ha continuato 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. L'Eurosistema ha inoltre avviato l'acquisto di covered bond sul mercato aperto nel contesto del Covered Bond Purchased Programme deciso in giugno.

In luglio i tassi del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono diminuiti: il 5 agosto i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente allo 0,523, 0,884, 1,133 e 1,345 per cento, su livelli inferiori di 22, 20, 17 e 15 punti base rispetto ai valori osservati il 1° luglio. La flessione è stata leggermente più pronunciata per le scadenze più brevi, con il risultato che il 5 agosto il differenziale fra il tasso Euribor a dodici mesi e quello a un mese è lievemente aumentato a 82 punti base, dai 76 punti base del 1° luglio (cfr. figura 9).

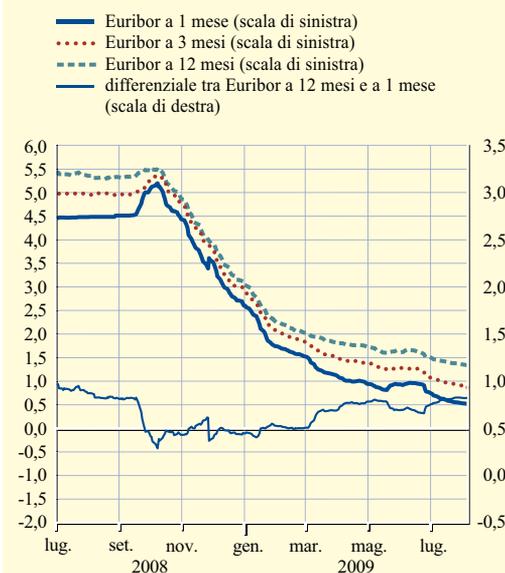
I tassi dei contratti *swap* sull'Eonia sono sostanzialmente calati in luglio, seppur a un ritmo inferiore rispetto ai tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia. Di conseguenza, in tale mese sono diminuiti anche i differenziali fra i tassi Euribor e i tassi dei contratti *swap* sull'Eonia. Nel segmento a tre mesi, la flessione di tale differenziale è stata lieve, da 49 punti base il 1° luglio a 42 punti base il 5 agosto, quando è tornato al livello del marzo 2008, raggiungendo così valori significativamente inferiori a quelli osservati nel periodo successivo all'intensificarsi della turbolenza finanziaria nel settembre 2008.

Il 5 agosto anche i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a settembre e dicembre 2009 e marzo 2010 sono lievemente diminuiti per situarsi rispettivamente allo 0,875, all'1,060 e all'1,285 per cento, su livelli inferiori di 16 e 10 punti base e superiori di 1 punto base rispetto ai tassi osservati il 1° luglio.

L'Eonia è stato relativamente stabile in luglio, collocandosi su livelli leggermente inferiori allo 0,4 per cento. L'unica eccezione si è avuta il 7 luglio, ultimo giorno del sesto periodo di mantenimento delle riserve dell'anno, quando l'Eonia è salito allo 0,476 per cento a seguito di un'operazione di *fine tuning* per l'assorbimento di liquidità condotta dall'Eurosistema, in occasione della quale sono stati assorbiti 276 miliardi di euro mediante un'operazione d'asta a tasso variabile con un tasso massimo dell'1,00 per cento, un tasso marginale dello 0,80 per cento e un tasso medio ponderato dello 0,64 per cento.

Figura 9 Tassi di interesse del mercato monetario

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



Fonti: BCE e Reuters.

L'andamento dell'Eonia è in linea con la presenza di un eccesso di liquidità molto considerevole dopo la quantità di liquidità assai cospicua aggiudicata il 24 giugno nella prima operazione di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a un anno a tasso fisso e piena aggiudicazione (per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 3). Esso riflette anche la decisione del Consiglio direttivo di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento in occasione della riunione del 2 luglio. Il 5 agosto l'Eonia si è collocato allo 0,343 per cento, valore inferiore di 66 punti base al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) e superiore solo di 9 punti base al tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale.

A seguito dell'attuale gestione della liquidità da parte dell'Eurosistema, il volume di liquidità offerta al mercato è stato determinato esclusivamente dal comportamento in asta delle controparti. Inoltre, vi è stato un significativo spostamento nella struttura per scadenze della liquidità dopo l'ORLT a un anno condotta il 24 giugno, poiché le controparti hanno scelto di non rinnovare notevoli quantità di rifinanziamenti con l'Eurosistema con scadenze a una settimana, un mese, tre mesi e sei mesi. Il 5 agosto le operazioni di rifinanziamento principali corrispondevano soltanto al 9 per cento della liquidità complessiva in essere, contro il 50 per cento del 23 giugno.

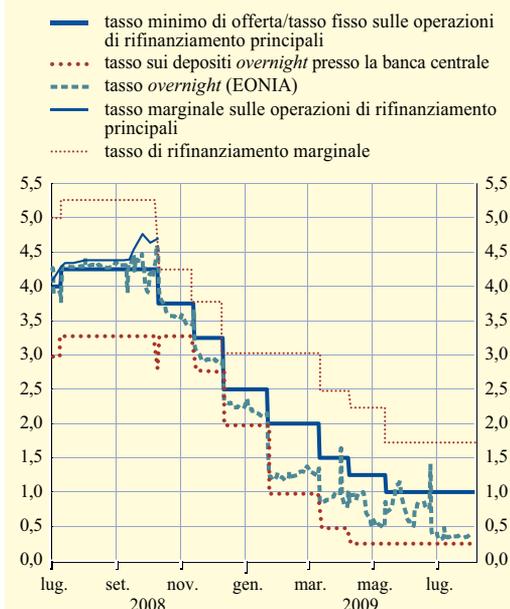
Nelle operazioni di rifinanziamento principali del 7, 14, 21 e 28 luglio, la BCE ha aggiudicato rispettivamente 106,4, 100,3, 88,3 e 97,8 miliardi di euro. Gli importi aggiudicati oltre quelli di riferimento sono stati pertanto pari a 165,2, 286, 285,3 e 269,1 miliardi di euro.

Per quanto riguarda le operazioni a più lungo termine, la BCE ha condotto tre ORLT speciali con scadenze di uno, tre e sei mesi, oltre alla regolare ORLT a tre mesi. La BCE ha aggiudicato 38,3 miliardi di euro nella ORLT speciale con scadenza a un mese il 7 luglio e rispettivamente 3 e 9 miliardi di euro nelle ORLT speciali a tre e sei mesi l'8 luglio. Nella ORLT regolare del 29 luglio la BCE ha aggiudicato 9,5 miliardi di euro. L'assorbimento di liquidità netto derivante dal calo dei volumi di rifinanziamento nelle ORLT condotte nel periodo di mantenimento iniziato l'8 luglio è stato attorno ai 48 miliardi di euro.

A seguito del significativo calo dei volumi di aggiudicazione delle ORP, la quantità di liquidità in eccesso nei mercati monetari dell'area dell'euro è gradualmente diminuita nel corso del mese. Ciò nondimeno, le controparti hanno in genere ottenuto liquidità in misura superiore rispetto a quanto necessario per adempiere agli obblighi di riserva e rispondere ai fattori autonomi. L'eccesso di liquidità è stato principalmente assorbito tramite ricorso ai depositi presso la banca centrale, che hanno raggiunto un volume record di 316 miliardi di euro al giorno verso la fine del periodo di mantenimento terminato il 7 luglio, leggermente al di sopra del precedente massimo di gennaio. Il ricorso giornaliero ai depositi presso la banca centrale si è collocato a 133,4 miliardi di euro all'ini-

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

zio del periodo di mantenimento cominciato l'8 luglio ed è successivamente aumentato a un ritmo pressoché costante, collocandosi a 225,9 miliardi di euro il 5 agosto.

Inoltre, nel quadro degli accordi temporanei con la Federal Reserve per lo scambio di liquidità nelle reciproche valute (linee di *swap*), l'Eurosistema ha continuato a fornire fondi in dollari statunitensi a fronte di garanzie da esso considerate idonee mediante le operazioni condotte il 2, 9, 16, 23 e 30 luglio. La BCE ha anche seguito a fornire alle controparti dell'Eurosistema fondi in dollari statunitensi e franchi svizzeri contro euro tramite operazioni di *swap* sul mercato dei cambi.

Infine, tra il 6 luglio e il 5 agosto le banche centrali dell'Eurosistema hanno acquistato *covered bond* idonei con un valore nominale in essere di 5,0 miliardi di euro.

Riquadro 3

L'IMPATTO DELLA PRIMA OPERAZIONE DI RIFINANZIAMENTO A PIÙ LUNGO TERMINE A UN ANNO

Il 24 giugno 2009, nel contesto del suo maggiore sostegno al credito, l'Eurosistema ha condotto la sua prima operazione di rifinanziamento a più lungo termine di immissione di liquidità con scadenza a un anno. Tale misura è volta a migliorare le posizioni di liquidità delle banche sul più lungo termine, promuovendo ulteriormente la riduzione dei differenziali per scadenza nel mercato monetario e incoraggiando nel contempo le banche a mantenere e accrescere il credito fornito all'economia reale. La misura è pienamente in linea con quelle intraprese dall'ottobre 2008, che si sono incentrate primariamente sulle banche quale principale fonte del credito nell'economia dell'area dell'euro. Questa prima ORLT a un anno ha visto l'assegnazione dell'ammontare record di 442 miliardi di euro al sistema bancario dell'area dell'euro a un tasso fisso dell'1%. Questo importo eccezionale rappresenta circa l'1,4% delle attività totali delle istituzioni creditizie dell'area dell'euro al giugno 2009 e riflette principalmente la domanda corrente da parte delle banche di liquidità disponibile su orizzonti temporali più lunghi. Quest'operazione a un anno, attenuando ulteriormente il rischio di liquidità affrontato dalle banche, soddisfa una delle condizioni necessarie affinché le banche aumentino la propria offerta di credito.

L'operazione a un anno ha creato un ampio eccesso di liquidità al momento della sua aggiudicazione, che dovrebbe a sua volta incoraggiare l'espansione del credito riducendo i rischi di liquidità delle banche. L'eccedenza di liquidità delle banche, ossia la differenza tra la liquidità complessiva in essere e l'effettivo fabbisogno di liquidità del sistema (calcolata come somma dei fattori autonomi netti e delle riserve obbligatorie), dopo aver raggiunto una punta massima nel gennaio 2009, era pressoché scomparsa nella prima metà di quest'anno, prima di tornare ad aumentare portandosi a un nuovo massimo storico a seguito dell'operazione a un anno del 24 giugno. L'aver fornito alle banche grandi quantità di liquidità per un anno a un tasso favorevole consente loro di accumulare riserve di liquidità nell'eventualità che si verificassero shock negativi di liquidità nell'arco di durata dell'operazione. Ciò aiuta a sua volta ad accrescere la fiducia, aumentando così la disponibilità delle banche a erogare prestiti all'economia reale.

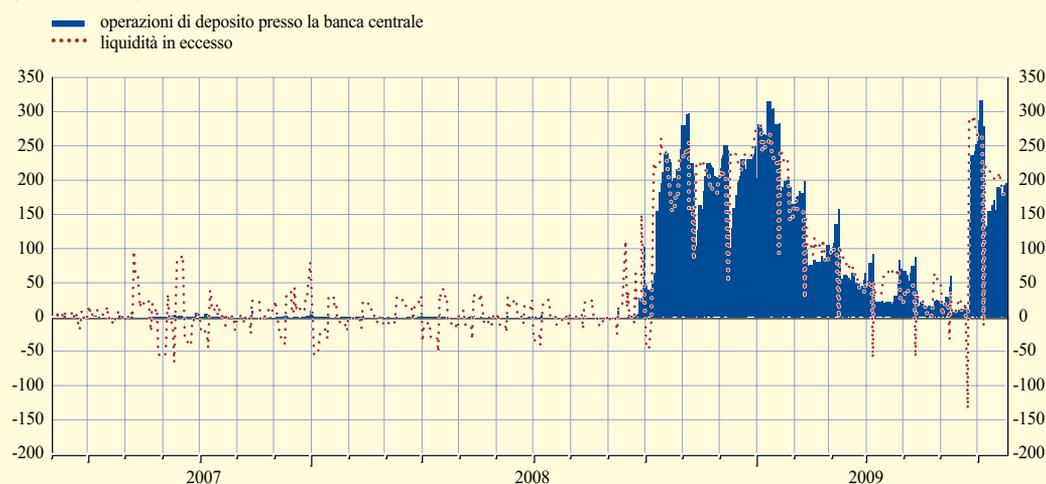
Il fatto che questa riserva di liquidità sia detenuta per lo più in forma di depositi presso la banca centrale non incide sul suo impatto di miglioramento della fiducia in presenza di elevati rischi di

liquidità. Il ricorso ai depositi presso la banca centrale è automaticamente connesso all'eccesso di liquidità, fintantoché tali depositi ricevono una remunerazione superiore allo 0%¹⁾. Subito dopo l'operazione, visti i tempi dei processi di approvazione del credito e la natura ritardata degli obblighi di riserva, le istituzioni creditizie hanno depositato l'eccesso di liquidità nei depositi presso la banca centrale. L'utilizzo dei depositi presso la banca centrale per accomodare variazioni dell'eccesso di liquidità è naturalmente molto più immediato rispetto al processo di avviamento di un'espansione del credito. Anche se le banche utilizzassero rapidamente questi fondi supplementari per accrescere il credito all'economia reale, fintantoché i fondi finiscono presso banche interne al sistema bancario dell'area dell'euro l'eccesso di liquidità resterà e i fondi continueranno a dover essere depositati presso l'Eurosistema quotidianamente. Sul più lungo periodo, per contro, ci si può attendere che le banche erogino credito all'economia e, nel contempo, creino depositi che sono soggetti a requisiti di riserva. Pertanto, a parità di altre condizioni, le passività soggette a riserva aumenteranno gradualmente portando a un calo dell'eccesso di liquidità. Tuttavia, ciò dipende da un'ampia gamma di determinanti economiche, oltre che da considerazioni inerenti l'attività bancaria. Esattamente come un aumento dei prestiti non implica necessariamente una diminuzione dei depositi presso la banca centrale, per converso una riduzione del ricorso a depositi presso la banca centrale non implica necessariamente un incremento dei prestiti a imprese e famiglie, in quanto può rispecchiare altre correzioni delle posizioni di liquidità delle banche.

Di conseguenza, gli andamenti dei bilanci delle banche devono essere seguiti con attenzione al fine di ottenere indicazioni in merito all'utilizzo della liquidità fornita dall'Eurosistema. Ciò

Figura Ricorso alle operazioni di deposito presso la banca centrale e liquidità in eccesso

(miliardi di euro)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Nota: la liquidità in eccesso è calcolata come differenza fra la liquidità in essere immessa mediante le operazioni dell'Eurosistema e il fabbisogno di liquidità (misurato dalla somma dei fattori autonomi e delle riserve obbligatorie).

1) Invece di ricorrere ai depositi presso la banca centrale, le banche potrebbero collocare tali fondi nei propri conti correnti, ottemperando quindi ai propri obblighi di riserva o accrescendo le riserve in eccesso. I fondi collocati nei depositi presso la banca centrale sono attualmente remunerati a un tasso dello 0,25%, mentre quelli utilizzati per ottemperare agli obblighi di riserva sono remunerati al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (attualmente l'1%). Per contro, le riserve in eccesso nei conti correnti delle banche non ricevono alcuna remunerazione.

che si è osservato sinora è che gli importi depositati presso l'Eurosistema in forma di depositi presso la banca centrale hanno evidenziato un andamento in linea con il volume dell'eccesso di liquidità nel periodo successivo al fallimento di Lehman Brothers e sono cresciuti nettamente dopo l'operazione a un anno effettuata in giugno (cfr. figura).

In sintesi, la propensione delle banche a erogare prestiti all'economia reale non dipende dal volume dell'eccesso di liquidità, bensì dalla misura in cui vi è un'associata riduzione del rischio di liquidità, con la garanzia per i mercati che la liquidità sarà disponibile in abbondanza per la durata dell'operazione in questione. In tal senso, l'operazione a un anno condotta il 24 giugno dovrebbe aiutare le banche ad accrescere i propri prestiti all'economia reale malgrado il fatto che, a livello aggregato, l'eccesso di liquidità generato tramite tale operazione risulti per il momento assorbito su base giornaliera da depositi presso la banca centrale.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

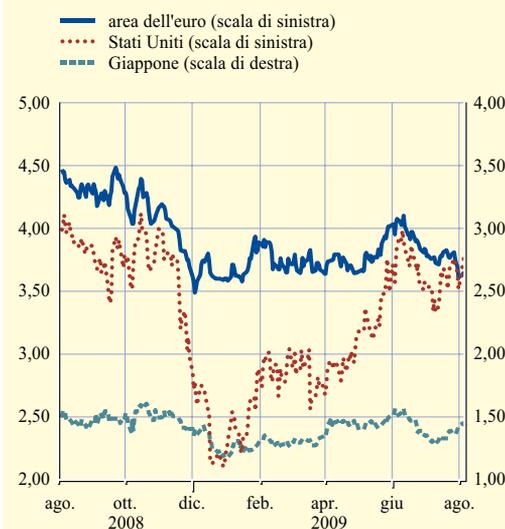
In luglio i mercati obbligazionari sono stati caratterizzati da andamenti contrastanti. Nondimeno un segnale del miglioramento della fiducia degli investitori è rinvenibile anche nei differenziali fra i titoli di Stato dell'area dell'euro e quelli tedeschi. La volatilità implicita del mercato obbligazionario è ulteriormente calata nell'area dell'euro, mentre è leggermente aumentata negli Stati Uniti.

Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono scesi di circa 20 punti base tra fine giugno e il 5 agosto, quando si sono collocati al 3,7 per cento. Negli Stati Uniti nel frattempo i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono aumentati di circa 20 punti base, portandosi al 3,8 per cento (cfr. figura 11). Di conseguenza, il differenziale fra i tassi di interesse nominali sui titoli di Stato degli Stati Uniti e dell'area dell'euro si è ristretto a circa -10 punti base. Gli andamenti dei mercati obbligazionari durante la maggior parte di luglio sono stati principalmente collegati a una minore avversione al rischio e a una valutazione più positiva delle prospettive economiche. Nel contempo i miglioramenti del mercato obbligazionario dell'area dell'euro si sono riflessi anche sull'andamento della volatilità implicita nelle opzioni, che ha continuato a calare ulteriormente, raggiungendo livelli non più visti dall'estate del 2008. Tale evoluzione è in contrasto con quanto fatto registrare dalla volatilità implicita del mercato obbligazionario statunitense, che è invece aumentata in luglio, annullando le riduzioni di giugno.

Nelle prime due settimane di luglio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro sono diminuiti e nel frattempo i mercati

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.

azionari hanno subito pressioni al ribasso. A metà luglio è migliorata la fiducia degli investitori in quanto si è manifestato un generale consenso tra gli operatori di mercato sul fatto che il peggio della flessione economica e della crisi finanziaria potrebbe essere passato. Verso la fine del mese, tuttavia, la diffusione di alcuni dati dell'area dell'euro, tra cui la stima rapida dello IAPC, M3 e i tassi di utilizzo della capacità produttiva, ha esercitato una lieve pressione al ribasso sui rendimenti.

In luglio la dinamica inframensile dei rendimenti dei titoli di Stato negli Stati Uniti è stata sostanzialmente analoga a quella osservata nell'area dell'euro. Nell'ultima settimana di luglio, tuttavia, l'aumento della propensione al rischio precedentemente rilevato nel mercato statunitense è stato frenato da dati contrastanti sull'economia statunitense e da una brusca flessione dei mercati azionari cinesi (cfr. sezione 2.6). Tali andamenti di fine mese sono stati tuttavia rapidamente invertiti nei primi giorni di agosto, quando i rendimenti sono infine risultati superiori di 10 punti base rispetto alla fine di giugno.

La maggiore propensione al rischio ha fornito sostegno anche agli emittenti sovrani dell'area dell'euro a più basso rating, accrescendo ad esempio la domanda di obbligazioni italiane e greche. Di conseguenza, i differenziali di rendimento dei titoli di Stato decennali rispetto alla Germania si sono considerevolmente ristretti nel corso di luglio. I rendimenti dei titoli di Stato di Irlanda, Grecia e Portogallo migliori hanno registrato le riduzioni maggiori, pari, rispettivamente, a 70, 60 e 40 punti base tra la fine di giugno e il 5 agosto. I differenziali dei titoli di Stato decennali francesi e olandesi rispetto alla Germania sono risultati prossimi ai livelli precedenti al fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008.

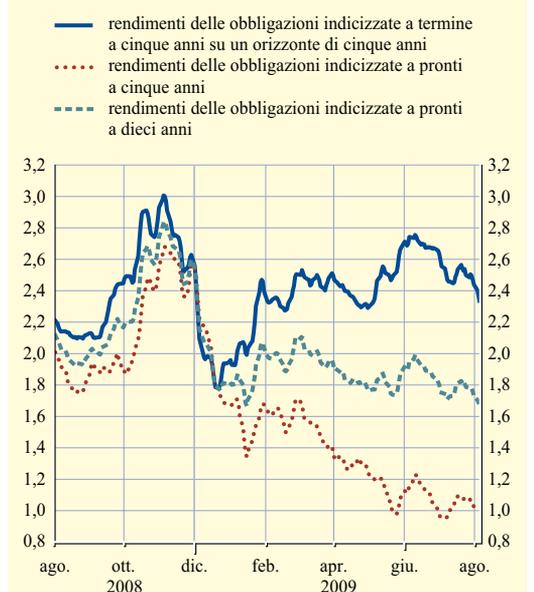
In luglio i rendimenti reali dei titoli di Stato a lungo termine indicizzati all'inflazione sono rimasti sostanzialmente invariati all'1,0 per cento per la scadenza a cinque anni, mentre sono calati di 10 punti base all'1,7 per cento per quella decennale il 5 agosto (cfr. figura 12). Di conseguenza, il rendimento reale a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale è diminuito di 30 punti base, portandosi al 2,3 per cento il 5 agosto.

Per quanto riguarda le attese di inflazione derivate dai dati dei mercati finanziari, il tasso d'inflazione di pareggio a pronti a dieci anni dell'area dell'euro è rimasto invariato al 2,0 per cento, mentre quello a cinque anni è diminuito di circa 10 punti base all'1,7 per cento (cfr. figura 13). Pertanto, il tasso di inflazione di pareggio implicito a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale è rimasto invariato al 2,3 per cento il 5 agosto. Nel contempo il rispettivo tasso *swap* indicizzato all'inflazione a termine con scadenza a cinque anni su un orizzonte quinquennale si è mantenuto complessivamente stabile attorno al 2,6 per cento.

L'andamento della struttura per scadenze dei tassi di interesse a termine nell'area dell'euro mostra come il comportamento complessivo dei rendimenti a lungo termine dell'area possa essere scomposto in variazioni delle aspettative relative ai tassi di interesse (e ai connessi premi al ri-

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

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

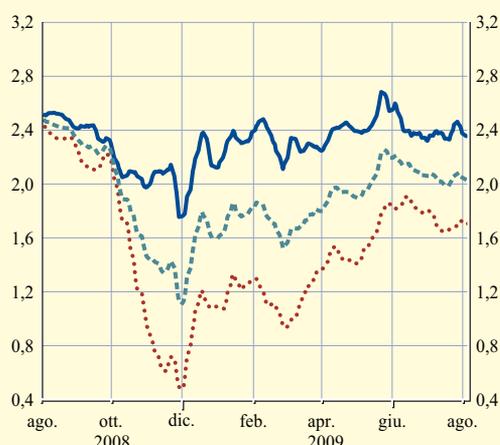


Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

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

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

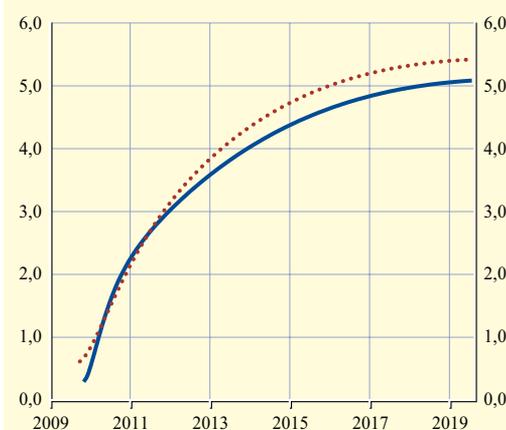


Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

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

- 5 agosto 2009
- ... 30 giugno 2009



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.

schio) su diversi orizzonti (cfr. figura 14). A fine luglio l'inclinazione della curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti nei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro si è lievemente ridotta rispetto a fine giugno. Ciò ha seguito la pubblicazione di alcuni indicatori economici, risultati lievemente peggiori rispetto alle attese.

I differenziali delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro hanno continuato a calare in luglio, tornando in alcuni casi sui livelli prevalenti prima del fallimento di Lehman Brothers. La tendenza osservata verso una minore avversione al rischio, unitamente ad aspettative più positive in merito alle prospettive economiche che hanno caratterizzato il secondo trimestre del 2009, si è protratta in luglio. Ancora una volta ciò si è riflesso in particolare nel restringimento dei differenziali delle obbligazioni societarie per i titoli finanziari di qualità meno elevata (*lower investment-grade*) e per le obbligazioni con basso merito di credito (*speculative-grade*).

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

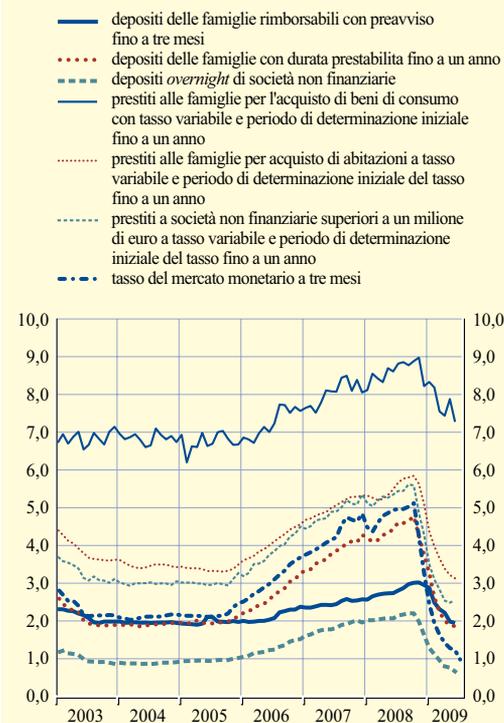
In giugno la maggior parte dei tassi di interesse sui nuovi prestiti e depositi di famiglie e società non finanziarie ha fatto segnare un ulteriore lieve calo. La tendenza calante dei tassi di interesse delle IFM iniziata nel novembre 2008 è in linea con le riduzioni dei tassi di riferimento della BCE e con le flessioni dei tassi del mercato monetario e dei rendimenti obbligazionari in tale periodo, a indicazione di un grado di trasmissione sostanzialmente in linea con il passato.

In giugno la maggior parte dei tassi di interesse a breve termine delle IFM sui nuovi prestiti e depositi è stata inferiore rispetto al mese precedente, riflettendo la perdurante trasmissione della diminuzione sostanziale dei tassi del mercato monetario registrata dal novembre 2008 (cfr. figura 15). Mentre i tassi sui depositi a breve termine sono per lo più calati leggermente meno dell'Euribor a tre mesi in giugno, i tassi sui prestiti a breve termine sono per la maggior parte diminuiti lievemente di più rispetto all'Euribor a tre mesi, ad eccezione dei tassi sui prestiti a breve termine di grande entità alle società non finanziarie, che sono in media aumentati leggermente. Nel complesso, i differenziali fra i tassi di interesse a breve termine delle IFM e i tassi del mercato monetario a breve sono rimasti ampi, ma ci si può aspettare che si riducano man mano che si trasmettono le variazioni dei tassi di mercato (cfr. figura 16).

In una prospettiva di più lungo termine, l'Euribor a tre mesi è sceso di 389 punti base tra ottobre 2008 e giugno 2009, a fronte di un calo di 271 punti base per i tassi di interesse applicati sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno e di 290-300 punti base per i tassi sui prestiti di importo elevato alle società non finanziarie a pari condizioni. Pertanto, considerando la consueta inerzia nell'adeguamento dei tassi bancari al dettaglio e l'elevato premio al rischio di credito riconducibile ai timori circa le prospettive per la posizione di bilancio dei prenditori nonché all'incertezza sulla capacità di reddito e di servizio del debito, ciò conferma che le riduzioni dei tassi di riferimento si stanno

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

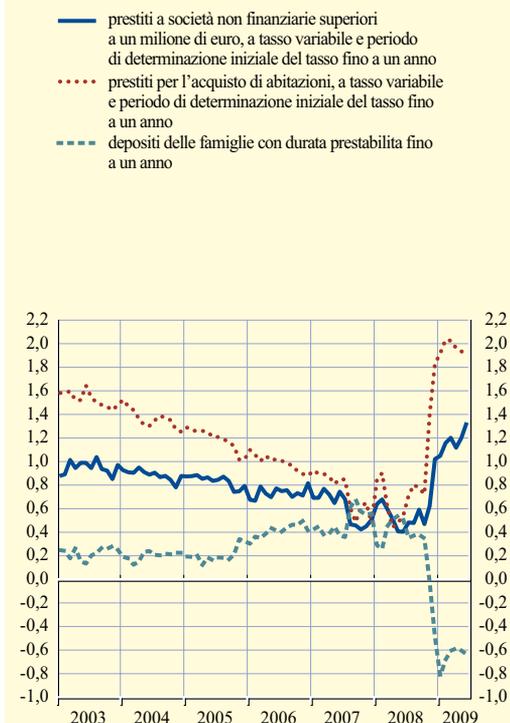
(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni)



Fonte: BCE.

Figura 16 Differenziali fra i 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)



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.

trasmettendo ai tassi su prestiti e depositi al dettaglio in misura analoga al passato. L'articolo *La trasmissione della politica monetaria ai tassi bancari al dettaglio nell'area dell'euro: andamenti recenti* pubblicato in questo numero del Bollettino presenta una trattazione più dettagliata dell'aggiustamento dei tassi di interesse delle IFM nelle attuali circostanze.

Passando alle scadenze più lunghe, i tassi sui depositi a termine a lunga scadenza delle famiglie sono calati di 13 punti base in giugno, mentre i tassi a più lungo termine sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e sui prestiti di piccola entità alle società non finanziarie sono rimasti invariati. Per contro, in giugno i tassi sui prestiti a lungo termine di grande entità hanno evidenziato una diminuzione di circa 30 punti base, a fronte di un lieve aumento dei rendimenti dei titoli di Stato quinquennali nello stesso mese.

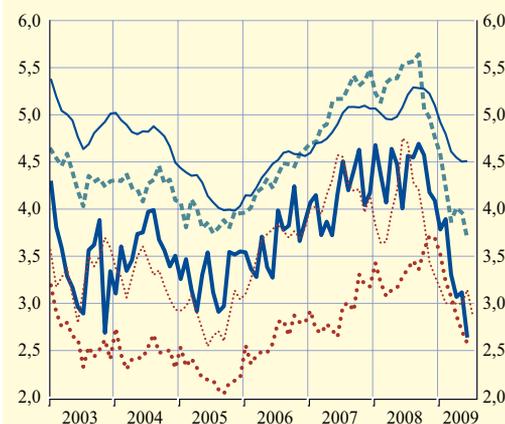
In una prospettiva di più lungo periodo, la perdurante tendenza al ribasso della maggior parte dei tassi di interesse delle IFM a lungo termine registrata da metà 2008 va considerata nel contesto delle sostanziali riduzioni dei tassi di mercato a lungo termine. Ad esempio, nel giugno 2009 il rendimento dei titoli di Stato a cinque anni si è collocato 161 punti base al di sotto del livello del giugno 2008, mentre nello stesso periodo i tassi di interesse delle IFM sui depositi a lungo termine delle società non finanziarie e delle famiglie sono diminuiti rispettivamente di 193 e 99 punti base. Da metà 2008 al giugno 2009 i tassi di interesse a lungo termine sui prestiti di importo basso ed elevato a società non finanziarie sono scesi rispettivamente di 94 e 184 punti base. Per contro, i tassi sui prestiti a lungo termine alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (vale a dire su quelli con periodo di determinazione iniziale del tasso compreso fra cinque e dieci anni) sono calati di circa 57 punti base nello stesso periodo, a indicazione di un sostanziale ampliamento dei margini applicati a questa categoria di prestiti. Nel complesso questi andamenti potrebbero riflettere, da un lato, la tipica lentezza del meccanismo di aggiustamento dei tassi di interesse bancari al dettaglio alle variazioni dei tassi di mercato e, dall'altro, un certo ampliamento dei premi per il rischio di credito a fronte del perdurante rallentamento economico.

La redditività delle banche dell'area dell'euro dipende inoltre dai differenziali di tasso di interesse sui prestiti e depositi relativi sia alle nuove operazioni sia a quelle in essere. Tra febbraio e giugno 2009 entrambe tali misure sono rimaste sostanzialmente invariate. Ciò rispecchia il fatto che le banche hanno trasmesso le recenti riduzioni dei tassi di riferimento ai propri tassi al dettaglio in misura analoga fra prestiti e depositi. Ciò nonostante, i margini tra prestiti e depositi sono al momento nettamente al di sotto dei livelli registrati prima della turbolenza finanziaria. Tale riduzione dei margini tra prestiti e depositi potrebbe, in particolare, rispecchiare la tendenza delle banche durante la crisi a offrire tassi sui depositi più elevati

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)

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



Fonte: BCE.

al fine di attirare depositi al dettaglio in sostituzione del finanziamento all'ingrosso. Allo stesso tempo, dalle relazioni societarie emerge l'evidenza che numerose banche sono riuscite di recente a generare in misura significativa reddito da altre attività.

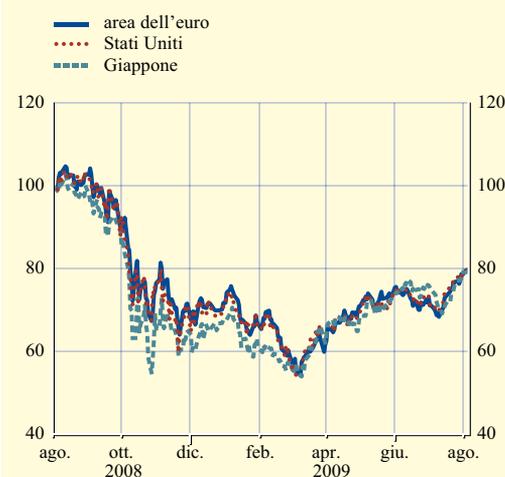
2.6 MERCATI AZIONARI

Le quotazioni azionarie globali sono aumentate nel mese di luglio, raggiungendo i valori più elevati dell'anno. Tale dinamica è riconducibile sia a notizie positive circa gli utili correnti delle società quotate, sia ad una valutazione più favorevole delle prospettive macroeconomiche da parte del mercato. I rialzi dei corsi azionari hanno sostanzialmente interessato tutti i settori. La volatilità implicita dei mercati azionari ha continuato a diminuire su entrambe le sponde dell'Atlantico.

Tra la fine di giugno e il 5 agosto, le quotazioni azionarie nell'area dell'euro misurate dall'indice Dow Jones Euro Stoxx sono aumentate dell'11 per cento circa (cfr. figura 18). Nello stesso periodo, le quotazioni negli Stati Uniti misurate dall'indice Standard & Poor's 500 sono cresciute del 9 per cento circa, mentre in Giappone i corsi azionari misurati dall'indice Nikkei 225 sono saliti del 4 per cento circa. Notizie positive circa gli utili del secondo trimestre del 2009 negli Stati Uniti, unitamente a una valutazione più favorevole delle prospettive dell'economia statunitense da parte del Federal Open Market Committee, nonché dati di crescita del PIL migliori del previsto in Cina nel secondo trimestre sono stati le principali determinanti dei recenti andamenti dei mercati azionari mondiali. L'incertezza di mercato di breve periodo, misurata dalla volatilità implicita ricavata dalle opzioni su azioni, ha continuato a diminuire su entrambe le sponde dell'Atlantico, raggiungendo livelli non più osservati dall'estate del 2008 (cfr. figura 19).

Figura 18 Indici dei corsi azionari

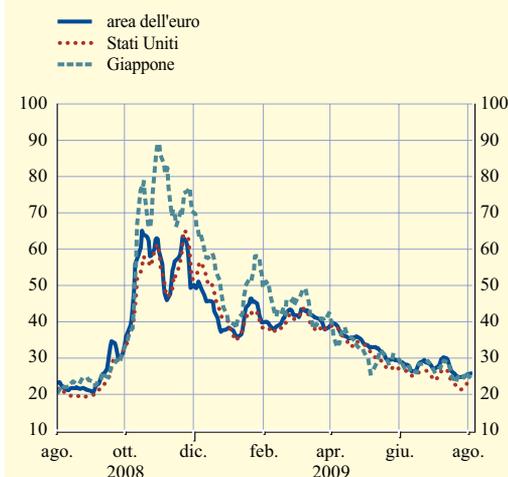
(indice: 1° agosto 2008 = 100; dati giornalieri)



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.

Dopo i risultati deludenti di inizio mese, le notizie macroeconomiche positive accompagnate da un miglioramento delle aspettative sull'attività economica hanno aiutato le quotazioni azionarie a salire costantemente dalla seconda settimana di luglio. Questa tendenza al rialzo è stata interrotta solo brevemente verso la fine del mese, a seguito della pubblicazione di alcuni dati economici e del brusco calo dei mercati azionari cinesi. I miglioramenti delle quotazioni azionarie hanno riguardato tutti i settori. Nell'area dell'euro i corsi azionari del settore finanziario sono cresciuti del 14 per cento, contro l'8 per cento del settore non finanziario. Ciò è in linea con gli andamenti registrati negli Stati Uniti, dove le quotazioni sono aumentate del 17 e 8 per cento rispettivamente per i settori finanziario e non finanziario.

La crescita degli utili effettivi e attesi delle società quotate dell'area dell'euro è rimasta su livelli modesti in luglio. La crescita sui dodici mesi degli utili effettivi per azione per le società che compongono l'indice Dow Jones Euro Stoxx ha toccato in luglio il -36,9 per cento, dopo il -35,9 di giugno. Tuttavia, il tasso di crescita degli utili per azione atteso a 12 mesi è stato previsto in rialzo al 2,2 per cento, contro il -1,2 per cento di giugno. Per la prima volta dall'estate del 2008 si è registrata una tendenza positiva nella crescita degli utili per azione attesi a dodici mesi per i settori sia non finanziari sia finanziari. Nel contempo, nell'area dell'euro il rapporto prezzo/utili è rimasto leggermente al di sotto della sua media storica.

Riquadro 4

I CONTI INTEGRATI DELL'AREA DELL'EURO PER IL PRIMO TRIMESTRE DEL 2009

I conti integrati dell'area dell'euro diffusi il 30 luglio 2009 forniscono informazioni esaustive e coerenti su reddito, spesa, finanziamento e scelte di portafoglio di tutti i settori dell'economia dell'area fino al primo trimestre del 2009¹⁾ e mostrano come gli operatori economici hanno reagito alla spiccata contrazione dell'attività dovuta all'intensificarsi della crisi finanziaria e alla connessa accresciuta incertezza dal settembre 2008. Rispetto ad altre fonti di dati, i conti dell'area dell'euro presentano tre grandi vantaggi. Innanzitutto, 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 reali, sia delle interrelazioni fra i settori istituzionali²⁾.

Dopo un moderato rallentamento ciclico della produzione e dei redditi fino all'estate del 2008, l'economia dell'area dell'euro ha segnato una contrazione dell'attività di eccezionale rilevanza nel quarto trimestre del 2008 e nel primo del 2009, quando il reddito disponibile nel suo insieme ha registrato un calo in termini nominali sul periodo corrispondente mai osservato prima, interessando tutti i settori e in modo particolare quello delle società non finanziarie (cfr. figura A).

Le scelte economiche dei settori istituzionali

Nel primo trimestre è proseguito il rapido rallentamento della crescita del reddito nominale delle 'famiglie', iniziato nell'ultimo trimestre del 2008. La sostenuta decelerazione dei redditi da lavoro dipendente (e da lavoro autonomo) è stata in parte attenuata da un notevole impatto netto positivo dei trasferimenti sociali e da un incremento considerevole degli interessi netti

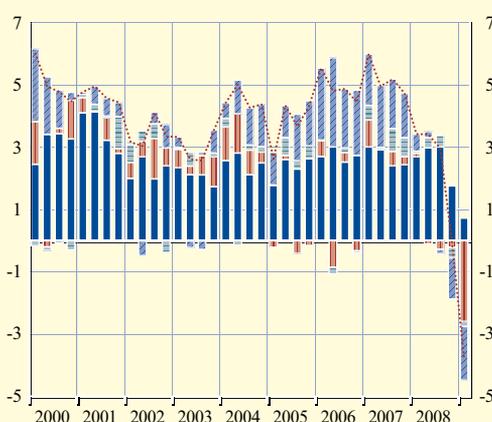
1) I dati sono consultabili sul sito Internet della BCE alla pagina <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2019181>.

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

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

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

■ famiglie
 ■ società non finanziarie
 ■ società finanziarie
 ■ amministrazioni pubbliche
 totale dell'economia dell'area dell'euro

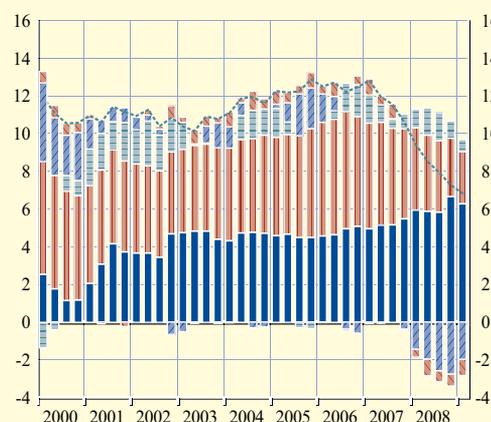


Fonti: Eurostat e BCE.

Figura B Investimenti finanziari delle famiglie

(somma mobile di quattro trimestri; in percentuale del reddito disponibile lordo)

■ contante e depositi
 ■ riserve tecniche di assicurazione
 ■ titoli di debito
 ■ azioni
 ■ altri conti
 - - - - - totale delle attività



Fonte: BCE.

percepiti (riflettendo un decremento più marcato degli interessi corrisposti rispetto a quelli percepiti). Inoltre, un rinnovato e sensibile rallentamento del deflatore dei consumi ha segnalato una crescita del reddito disponibile in termini reali. Ciononostante, il peggioramento delle prospettive di occupazione, nonché le ripercussioni negative sul clima di fiducia associate alla debolezza del mercato degli immobili residenziali e a un'ulteriore forte riduzione della ricchezza finanziaria netta delle famiglie (imputabile prevalentemente alle minusvalenze sulle azioni) hanno determinato una riduzione ancora più accentuata dei consumi reali (scesi dell'1,3 per cento sul periodo corrispondente nel primo trimestre) e un ulteriore marcato aumento del risparmio (la cui composizione è strutturalmente dominata dalle famiglie con maggiore ricchezza). Il tasso di risparmio delle famiglie è pertanto aumentato di nuovo rapidamente, al 14,8 per cento nel primo trimestre (in base alla somma mobile di quattro trimestri), segnando un livello superiore di 1 punto percentuale rispetto a un anno prima e ritornando così al picco osservato nel periodo 2002-2003. A ciò si è aggiunta una riduzione degli investimenti delle famiglie (soprattutto in abitazioni), che ha determinato un'ulteriore crescita considerevole dell'accREDITAMENTO netto del settore³⁾ e una diminuzione del finanziamento mediante prestiti. Dal lato delle attività, la perdurante incertezza ha dato luogo a una preferenza per la liquidità (contante e depositi), a una riduzione dell'esposizione in strumenti più rischiosi (azioni) e a un rallentamento dell'accumulo di attività meno liquide (riserve tecniche di assicurazione), come si evince dalla figura B.

3) L'accREDITAMENTO netto/indebitamento netto di un settore corrisponde al saldo del relativo conto capitale: misura cioè l'eccedenza del risparmio e dei trasferimenti netti in conto capitale ricevuti rispetto agli investimenti in conto capitale (accREDITAMENTO netto) o viceversa (indebitamento netto). Coincide altresì con il saldo dei conti finanziari, in quanto misura la differenza fra le transazioni nelle attività finanziarie e le transazioni nelle passività. La figura C riporta l'accREDITAMENTO netto/indebitamento netto per settore, in percentuale rispetto al PIL.

Per effetto sia della pronunciata contrazione dell'attività economica sia del rapido calo dell'inflazione nel primo trimestre, il valore aggiunto nominale delle 'società non finanziarie' ha evidenziato un marcato calo sul periodo corrispondente (del 5 per cento). Anche il loro margine operativo lordo è nettamente diminuito in quanto la spesa per redditi da lavoro dipendente non è stata rivista con altrettanta rapidità, nonostante gli ulteriori notevoli sforzi per mantenere contenuto il costo del lavoro. Il risparmio delle società non finanziarie, che aveva mostrato una certa tenuta nel quarto trimestre del 2008, ha registrato una brusca contrazione. In un contesto di diminuzione della domanda internazionale, del minore grado di utilizzo della capacità produttiva e delle condizioni finanziarie persistentemente difficili, il tasso di variazione degli investimenti fissi delle società non finanziarie ha subito una netta flessione (del 15,6 per cento, a fronte di un aumento del 6,5 per cento nel terzo trimestre del 2008). Ciononostante, l'indebitamento netto delle società non finanziarie è ulteriormente aumentato nel primo trimestre (in base alla somma mobile di quattro trimestri) poiché l'impatto sfavorevole della recessione sui margini di profitto è stato superiore a quello della riduzione degli investimenti. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del finanziamento esterno delle società non finanziarie è ulteriormente diminuito e la sua composizione è cambiata. La variazione netta dei prestiti è scesa su livelli molto bassi nel primo trimestre (a 21 miliardi di euro nel periodo, contro i 156 miliardi di un anno prima), rispecchiando in larga misura l'impatto di rimborsi netti di prestiti a breve termine sulla scorta di un minor fabbisogno di capitale circolante, soprattutto a causa del calo delle scorte. L'emissione di titoli di debito, invece, è aumentata ulteriormente nel primo trimestre, segnando una robusta ripresa dopo la totale paralisi osservata nel mercato dei titoli a seguito del fallimento di Lehman Brothers. La riapertura di questo mercato, ancorché con rendimenti elevati, ha offerto un'interessante alternativa al finanziamento bancario; gli enti creditizi hanno strutturato l'emissione in cambio di una commissione, anziché trasferire le attività nei loro bilanci. La sostenuta attività di emissione probabilmente ha rispecchiato anche un crescente fabbisogno di finanziamento da parte di quelle imprese che avevano rinviato l'emissione nella prima parte del 2008, oppure il tentativo di assicurarsi condizioni di finanziamento più favorevoli nel mercato delle obbligazioni societarie. Analogamente, è aumentata l'emissione di azioni quotate. Allo stesso tempo, le società non finanziarie hanno nuovamente ridotto le acquisizioni nette di azioni quotate nel primo trimestre e hanno continuato ad attingere alle loro riserve di liquidità, in quanto è ancora diminuito l'accumulo di depositi, mentre è rallentato il ritmo delle vendite nette di titoli e di quote di fondi comuni.

L'ulteriore e rapido deterioramento dei conti delle 'amministrazioni pubbliche' va ampiamente ricondotto all'impatto degli stabilizzatori automatici che hanno comportato un incremento della crescita della spesa per prestazioni sociali, una netta flessione dell'aumento dei contributi sociali, un calo delle imposte indirette e di quelle dirette versate dalle famiglie e dalle società non finanziarie. Nel primo trimestre le amministrazioni finanziarie hanno continuato ad accrescere notevolmente le emissioni di debito per finanziare, oltre ai disavanzi esistenti, anche 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) e l'accumulo massiccio di contante. Tale crescente emissione netta di debito è stata assorbita da un incremento delle acquisizioni da parte delle IFM, alla ricerca di collocamenti sicuri, più che direttamente dalle famiglie, mentre i non residenti ne sono rimasti acquirenti su vasta scala.

Pur mantenendosi su livelli elevati, il reddito disponibile delle 'società finanziarie' si è contratto, anche se meno celermente che nel quarto trimestre del 2008. La diminuzione è imputabile soprattutto ai minori interessi netti percepiti, mentre il margine operativo lordo è aumentato considerevolmente per effetto degli accresciuti margini bancari su depositi e prestiti (che, con-

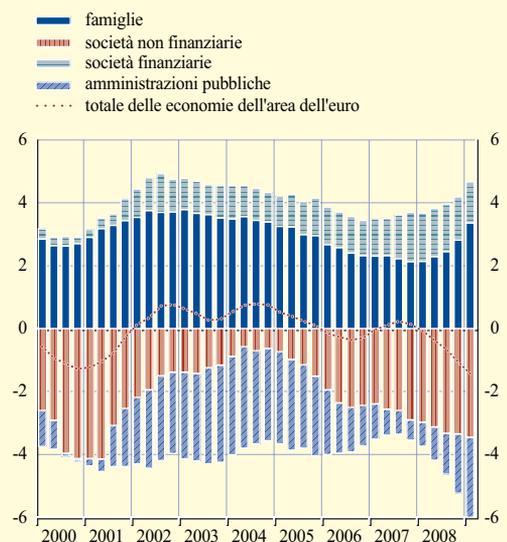
formemente alle convenzioni contabili nazionali, non sono registrati alla voce “interessi”, bensì come “prodotto”, rientrando così nel valore aggiunto) e di una minor spesa per redditi da lavoro dipendente. Nel contesto delle perduranti pressioni per una riduzione della leva finanziaria, la crescita degli attivi di bilancio è marcatamente diminuita (a meno di 100 miliardi di euro per trimestre nel quarto trimestre del 2008 e nel primo del 2009, contro gli importi fino a 1.000 miliardi per trimestre registrati durante il precedente boom di leva finanziaria) e si è verificato uno spostamento a favore di attività più sicure, con acquisizioni massicce di titoli delle amministrazioni pubbliche e una riduzione generale delle esposizioni transfrontaliere.

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

Nel primo trimestre il reddito disponibile lordo nell'area dell'euro è diminuito del 3,8 per cento sul periodo corrispondente in termini nominali (contro il -0,1 per cento del quarto trimestre del 2008 e il +3,0 per cento del terzo), sulla scia di una brusca contrazione del PIL in termini nominali. Il reddito disponibile delle società non finanziarie, che finora aveva mostrato una buona tenuta, ha evidenziato nel primo trimestre del 2009 una consistente riduzione del 22,9 per cento sul periodo corrispondente (contro il -2,9 per cento del quarto trimestre del 2008). Il reddito delle famiglie ha continuato a rallentare segnando una crescita sul periodo corrispondente pari all'1,1 per cento (contro il 2,7 per cento nel quarto trimestre del 2008 e il 4,7 per cento del terzo). Il reddito lordo disponibile delle amministrazioni pubbliche è nuovamente diminuito bruscamente nel primo trimestre, dell'8,6 per cento sul periodo corrispondente, a fronte del -5,2 per cento del trimestre precedente. Nel primo trimestre è diminuito anche il reddito disponibile netto delle società finanziarie rispetto al periodo corrispondente (cfr. figura A).

Figura C Accredito netto/indebitamento netto nell'area dell'euro

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



Fonti: Eurostat e BCE.

Sempre nel primo trimestre la contrazione del risparmio lordo nel complesso dell'area dell'euro ha segnato una netta accelerazione (al -18,8 per cento sul periodo corrispondente, contro il -7,6 per cento del quarto trimestre del 2008), poiché la brusca riduzione del risparmio di amministrazioni pubbliche e società non finanziarie (in misura pressoché uguale) ha più che compensato la crescita del risparmio delle famiglie. Gli investimenti fissi lordi nell'area dell'euro, che avevano iniziato a registrare un deciso rallentamento sul periodo corrispondente nel quarto trimestre del 2008, sono diminuiti più rapidamente nel primo trimestre del 2009, ossia del 10,6 per cento. Gli investimenti in conto capitale in termini nominali si sono contratti sia con riferimento alle famiglie (investimenti in edilizia residenziale e investimenti fissi delle imprese senza personalità giuridica, pari al -11,6 per cento nell'anno fino al primo trimestre del 2009) sia con riferimento alle società non finanziarie (al -12,8 per cento, contro il -4,9 per cento del quarto trimestre del 2008 e un robusto +5,8 per cento nel terzo trimestre).

Poiché il risparmio è diminuito più degli investimenti, il saldo accreditamento/indebitamento netto dell'area dell'euro ha evidenziato un ulteriore deterioramento, risultando in un disavanzo dell'1,4 per cento del PIL nel primo trimestre in base alla somma mobile su quattro trimestri. L'andamento nell'ultimo anno e mezzo va ricondotto, pressoché in pari misura, a un deterioramento del saldo commerciale e ai ridotti redditi da capitale. Sul piano settoriale, l'evoluzione negativa della posizione dell'area dell'euro relativa all'accREDITAMENTO/indebitamento netto riflette il consistente incremento dell'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, che ha superato la crescita dell'accREDITAMENTO netto delle famiglie (cfr. figura D).

Di conseguenza, l'area dell'euro ha nuovamente evidenziato un fabbisogno netto di finanziamento. Le protratte turbolenze finanziarie hanno determinato un notevole rallentamento delle operazioni transfrontaliere lorde sia nel quarto trimestre del 2008 sia nel primo del 2009. Poiché l'attività interbancaria transfrontaliera ha risentito gravemente dell'insolvenza di Lehman Brothers, sono stati segnalati notevoli rimborsi di depositi interbancari, dopo gli elevati "afflussi netti" (ossia afflussi al netto dei deflussi) nei tre precedenti trimestri. L'accelerazione degli afflussi netti verso i titoli di debito ha tuttavia compensato questa significativa riduzione degli afflussi netti a favore dei depositi. Inoltre, l'area dell'euro ha registrato deflussi netti annuali di titoli azionari (soprattutto azioni quotate) e prestiti.

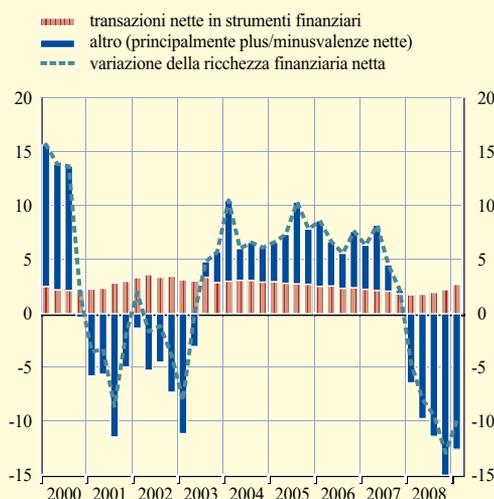
Il finanziamento dei settori non finanziari e i mercati finanziari

Dopo il recupero osservato nel quarto trimestre del 2008 a seguito dell'emissione molto sostenuta di debito pubblico, il tasso di crescita sul periodo corrispondente del finanziamento totale dei settori non finanziari ha ripreso il suo andamento moderato, poiché il finanziamento non pubblico ha continuato a rallentare⁴⁾. Sul fronte degli investimenti finanziari, anche le acquisizioni nette di attività da parte dei settori non finanziari sono diminuite, dopo il recupero del quarto trimestre del 2008 indotto dagli interventi pubblici.

Considerando i singoli strumenti, il mercato dei **titoli di debito** ha registrato un ulteriore massiccio incremento dell'emissione netta da parte delle amministrazioni pubbliche. Le IFM sono state importanti acquirenti nette di titoli di debito (soprattutto di quelli pubblici), mentre le loro emissioni nette sono rimaste negative per il secondo trimestre consecutivo. Inoltre, le società non finanziarie hanno aumentato l'emissione netta. Il resto del mondo ha incrementato le acquisizioni nette, mentre sono rallentate quelle effettuate sia dalle famiglie sia dalle società di

Figura D Variazioni della ricchezza finanziaria netta delle famiglie

(somma mobile su quattro trimestri; in percentuale del reddito disponibile lordo)



Fonte: BCE.

4) 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 dei finanziamenti desunta dalle statistiche della BCE bancarie e monetarie nonché da quelle relative ai titoli, per via della più ampia copertura e di altre differenze metodologiche.

assicurazione e dai fondi pensione. Sul mercato dei **fondi comuni**, i rimborsi netti hanno accelerato (si sono avuti rimborsi considerevoli per le quote di fondi non monetari). Sul mercato delle **azioni quotate**, l'emissione netta da parte delle società non finanziarie e di quelle finanziarie ha evidenziato una ripresa. Le società non finanziarie hanno ridotto le acquisizioni, le famiglie e il resto del mondo hanno interrotto le vendite massicce, mentre le IFM hanno continuato a cedere azioni quotate di proprietà.

Le dinamiche di bilancio sono state caratterizzate dalle minusvalenze sulle consistenze detenute

Le variazioni di bilancio sono state spesso caratterizzate da variazioni di valutazione (plusvalenze o minusvalenze) durante i trimestri recenti. In particolare, il ribasso delle quotazioni azionarie internazionali ha avuto un impatto negativo sulla ricchezza finanziaria netta⁵⁾ delle famiglie, per un importo cumulato pari a 1.100 miliardi nell'anno fino al primo trimestre del 2009. La figura D mostra i contributi delle transazioni finanziarie (ossia l'accreditamento netto/indebitamento netto) e di altri flussi economici (prevalentemente plusvalenze o minusvalenze) alla variazione della ricchezza finanziaria netta delle famiglie, la cui componente più volatile è costituita dalle variazioni di valutazione (e da altri flussi). Allo stesso tempo, sul mercato obbligazionario i rialzi dei titoli di Stato (e gli effetti sui tassi di cambio) nei tre trimestri più recenti hanno determinato considerevoli plusvalenze, che hanno compensato le ingenti minusvalenze sulle "attività tossiche" detenute dalle società finanziarie⁶⁾.

5) Questa consiste nella differenza fra attività e passività finanziarie.

6) Occorre notare che, per quanto riguarda i prestiti (valutati al valore nominale in base al SEC95), 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 notevole ritardo.

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in luglio l'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC sarebbe scesa a -0,6 per cento, da -0,1 in giugno. L'ulteriore calo dell'inflazione riflette principalmente effetti base connessi ai livelli massimi toccati un anno fa dai prezzi mondiali delle materie prime.

A causa di questi effetti base, l'inflazione dovrebbe rimanere temporaneamente negativa nei prossimi mesi, per poi tornare nuovamente positiva verso la fine dell'anno. Su orizzonti più lunghi, ci si attende che l'inflazione rimanga positiva, mentre i prezzi e i costi dovrebbero mantenere un andamento contenuto, a seguito del perdurante ristagno della domanda nell'area dell'euro e al di fuori dei suoi confini. I rischi per le prospettive di inflazione sono sostanzialmente bilanciati.

3.1 I PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, fra giugno e luglio l'inflazione misurata sullo IAPC sarebbe scesa da -0,1 a -0,6 per cento (cfr. tavola 4). Sebbene non siano ancora disponibili i dati disaggregati di tale stima, l'ulteriore calo dell'inflazione va ricondotto principalmente a un effetto base al ribasso nella componente dei beni energetici connesso al forte rialzo delle quotazioni petrolifere a metà 2008.

La scomposizione dei dati di giugno 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 giugno la dinamica dei prezzi della componente energetica è scesa a -11,8 per cento in ragione di un effetto base al ribasso. Rispetto al mese precedente, tuttavia, i prezzi dei beni energetici sono aumentati notevolmente (2,4 per cento), soprattutto a causa dei rincari dei trasporti e dei carburanti liquidi, in linea con il rialzo delle quotazioni petrolifere in maggio e giugno. Per contro, nello stesso periodo i prezzi al consumo dell'elettricità e, in particolare, del gas hanno continuato a diminuire, in seguito all'effetto ritardato delle passate flessioni dei corsi petroliferi.

In giugno la crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari freschi è scesa allo 0,3 per cento, dallo 0,7 in maggio, in parte a causa di un effetto base. Gran parte delle voci componenti l'indice

Tavola 4 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

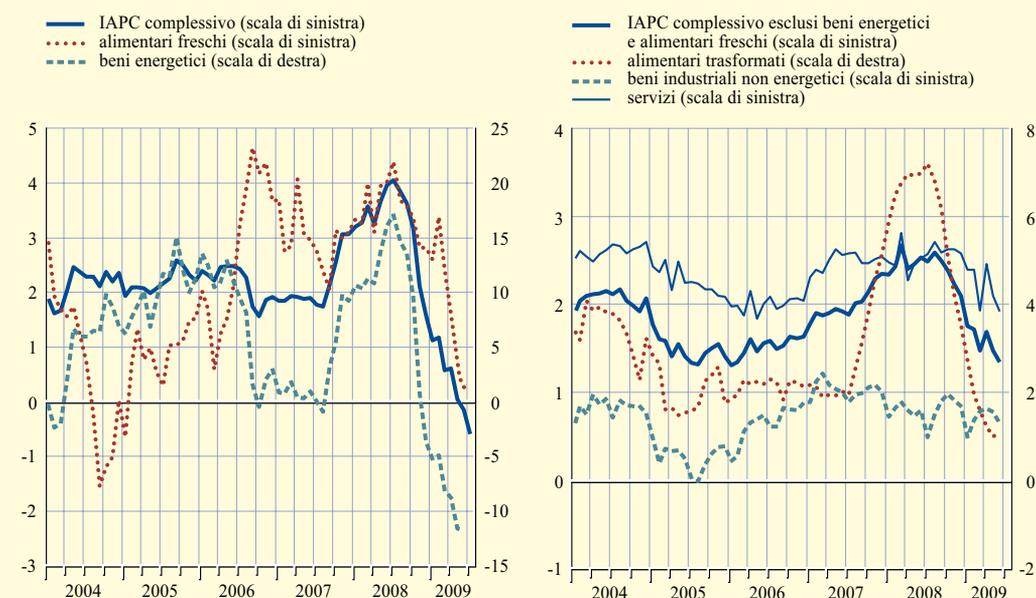
	2007	2008	2009 feb.	2009 mar.	2009 apr.	2009 mag.	2009 giu.	2009 lug.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	2,1	3,3	1,2	0,6	0,6	0,0	-0,1	-0,6
Beni energetici	2,6	10,3	-4,9	-8,1	-8,8	-11,6	-11,8	.
Alimentari non trasformati	3,0	3,5	3,3	2,4	1,6	0,7	0,3	.
Alimentari trasformati	2,8	6,1	2,0	1,6	1,2	1,0	1,1	.
Beni industriali non energetici	1,0	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,6	.
Servizi	2,5	2,6	2,4	1,9	2,5	2,1	1,9	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,7	6,1	-1,9	-3,2	-4,8	-5,9	-6,6	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	52,8	65,9	34,6	36,5	39,0	42,8	49,5	46,5
Prezzi delle materie prime non energetiche	9,2	4,4	-28,8	-29,1	-23,8	-22,8	-22,7	-22,9

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

1) Il dato sullo IAPC di luglio 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.

ha contribuito a tale flessione, sebbene i prezzi della frutta abbiano registrato un'accelerazione. Fra maggio e giugno la crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari trasformati è aumentata dall'1,0 all'1,1 per cento, nonostante un effetto base al ribasso. Tale accelerazione è ascrivibile a un rincaro dei tabacchi. Al netto dei tabacchi, infatti, la dinamica dei prezzi degli alimentari trasformati è diminuita ulteriormente.

Al netto delle voci alimentari ed energetiche, che costituiscono circa il 30 per cento del paniere dello IAPC, l'inflazione è scesa in giugno di 0,1 punti percentuali, all'1,4 per cento, a seguito del calo dell'inflazione dei servizi e dei beni industriali non energetici.

In giugno la dinamica dei prezzi dei beni industriali non energetici è diminuita allo 0,6 per cento, dallo 0,8 di maggio. A tale flessione hanno contribuito principalmente due sub-indici: tessili e autovetture, che hanno un peso relativamente elevato nella componente dei beni industriali non energetici. Il rallentamento dei prezzi di vestiario e calzature è connesso ai fortissimi ribassi anticipati nel periodo dei saldi estivi. I prezzi delle autovetture hanno seguito un andamento flettente dalla fine del 2008, probabilmente per effetto dei consistenti ribassi praticati per stimolare la domanda dei consumatori. In giugno la dinamica dei prezzi delle autovetture è scesa a -0,6 per cento, da -0,2 in maggio.

L'inflazione nei servizi ha continuato l'andamento flettente, segnando un calo dal 2,1 all'1,9 per cento fra maggio e giugno. La dinamica dei prezzi delle voci connesse alle vacanze (vacanze organizzate, servizi alberghieri e trasporto aereo) e dei servizi di ristorazione è diminuita ulteriormente. I principali fattori all'origine di tali flessioni sono state le forti spinte al ribasso dovute alla debole domanda da parte dei consumatori, insieme agli effetti ritardati dei precedenti cali delle quotazioni del greggio e delle materie prime agricole.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Negli ultimi mesi le spinte inflazionistiche lungo la filiera produttiva si sono ulteriormente attenuate. Fra maggio e giugno la dinamica dell'inflazione alla produzione nell'industria, diventata negativa all'inizio dell'anno, è scesa da -5,9 a -6,6 per cento. Nello stesso periodo la variazione tendenziale della componente energetica è diminuita da -13,8 a -15,0 per cento, a seguito di un consistente effetto base al ribasso. In giugno i prezzi dei beni energetici sono aumentati su base mensile, riflettendo l'incremento delle quotazioni petrolifere. Al netto dei beni energetici (e delle costruzioni), la variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione è scesa a -3,5 per cento, un ulteriore calo al quale hanno contribuito tutte le componenti. La dinamica dei prezzi dei beni intermedi è diminuita a -6,4 per cento in giugno, da -5,7 in maggio, soprattutto a causa di un effetto base. Agli stadi successivi della filiera produttiva, i tassi di variazione dei prezzi dei beni di investimento e dei beni di consumo sono diminuiti ulteriormente, rispettivamente allo 0,3 e a -2,3 per cento (cfr. figura 21).

Tuttavia, i dati recenti desunti dalle indagini sul processo di formazione dei prezzi da parte delle imprese indicano che nel settore manifatturiero la fase di allentamento delle pressioni sui prezzi lungo la filiera produttiva procede a un ritmo più debole, mentre nel settore dei servizi le spinte inflative sembrano essersi stabilizzate (cfr. figura 22). Per quanto riguarda l'indice dei responsabili degli acquisti, nel settore manifatturiero l'indice dei prezzi degli *input*, pur tenendo conto della sua volatilità, è aumentato ancora in luglio, indicando che le spinte al ribasso sui prezzi si sono ulteriormente allentate, molto probabilmente a causa dei recenti incrementi sul mese precedente delle quotazioni delle materie prime. Nei servizi i dati di luglio sono rimasti sostanzialmente in linea con quelli registrati negli ultimi mesi, confermando che in questo settore le spinte al ribasso si stanno

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.

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.

stabilizzando. Allo stesso tempo, l'indice dei prezzi applicati alla clientela è rimasto sostanzialmente invariato sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi. Come risulta dalle indagini, la generale moderazione dei prezzi degli *input* e dell'*output* segnala ancora una flessione (media) dei prezzi, sebbene a un tasso inferiore rispetto al mese precedente.

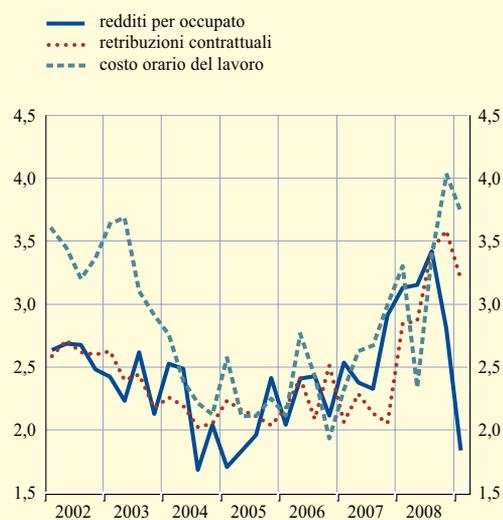
3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

La dinamica delle retribuzioni contrattuali è scesa al 3,2 per cento nel primo trimestre del 2009, dal 3,6 del precedente. Pertanto, la crescita salariale è rimasta elevata sulla scia dei bruschi aumenti registrati nel 2008. La tenuta di questo indicatore nell'ultimo trimestre del 2008 e nel primo del 2009 sarebbe attribuibile in larga misura alla durata dei contratti collettivi (circa due anni) nell'area dell'euro. In effetti, numerosi contratti di lavoro sono stati conclusi prima che cominciasse a diminuire l'inflazione misurata sullo IAPC e a contrarsi l'attività economica nell'area. In base ai dati disponibili, tuttavia, le retribuzioni contrattuali avrebbero ulteriormente rallentato nel secondo trimestre del 2009 (cfr. figura 23 e tavola 5).

Fra l'ultimo trimestre del 2008 e il primo del 2009 la dinamica dei redditi per occupato è scesa dal 2,8 all'1,8 per cento. Questa brusca decelerazione è stata determinata principalmente dai forti rallentamenti in Germania, Italia, Belgio e nei Paesi Bassi, contestualmente con l'adozione in tali paesi di programmi di lavoro a breve termine, a cui si fa ampio ricorso al fine di ridurre il numero di ore lavorate per addetto. Pertanto, questa forte decelerazione è soprattutto un fenomeno legato al calo dei redditi complessivi causato dalla diminuzione delle ore lavorate per addetto, nonché dalla riduzione di altri elementi flessibili delle retribuzioni, come le gratifiche. La scomposizione settoriale indica che il rallentamento dei redditi per occupato nel primo trimestre è stato determinato principalmente dall'andamento dei servizi di mercato (inclusi scambi commerciali, trasporti, comunicazioni,

Figura 23 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Tavola 5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2007	2008	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 4° trim.	2009 1° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,1	3,2	2,8	2,9	3,4	3,6	3,2
Costo orario complessivo del lavoro	2,7	3,3	3,3	2,3	3,4	4,0	3,7
Redditi per occupato	2,5	3,1	3,1	3,2	3,4	2,8	1,8
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	0,9	-0,1	0,6	0,3	-0,1	-1,6	-3,6
Costo del lavoro per unità di prodotto	1,6	3,2	2,5	2,8	3,5	4,5	5,6

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 24 Andamenti del costo del lavoro per settore

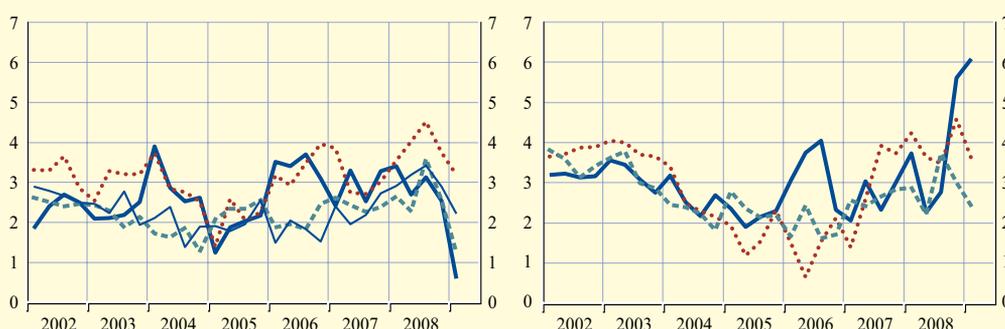
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

Redditi per occupato

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

Indice del costo orario del lavoro

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

servizi finanziari e alle imprese) e dell'industria (al netto delle costruzioni). Nei settori delle costruzioni e dei servizi non di mercato si è osservato un calo più contenuto.

Nel primo trimestre dell'anno il tasso di variazione del costo orario del lavoro nell'area dell'euro è sceso lievemente al 3,7 per cento, dal 4,0 nel quarto trimestre del 2008. La dinamica del costo orario del lavoro è rimasta vigorosa soprattutto per effetto dei precedenti accordi salariali e dell'impatto di varie misure intraprese al fine di ridurre le ore lavorate per addetto, particolarmente in Germania, in quanto alla diminuzione delle ore lavorate spesso corrisponde un decremento meno che proporzionale della remunerazione del lavoro (cfr. il riquadro *Correzioni del mercato del lavoro durante l'attuale contrazione dell'attività economica*, nel numero di giugno 2009 di questo Bollettino). Poiché l'industria ha risentito in modo particolare di tali misure, il costo orario del lavoro è aumentato maggiormente in tale settore, al 6,1 per cento, rispetto al 3,6 nelle costruzioni e al 2,4 nei servizi (cfr. figura 24).

La crescita della produttività del lavoro su base annuale è calata a un ritmo più sostenuto, da -1,6 per cento nell'ultimo trimestre del 2008 a -3,6 nel primo del 2009, in quanto l'occupazione è diminuita più lentamente rispetto alla contrazione dell'attività. Il calo più pronunciato della produttività ha determinato a sua volta una forte accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto, dal 4,5 per cento nel quarto trimestre del 2008 al 5,6 nel primo del 2009, toccando un nuovo livello massimo dall'inizio dell'UEM.

3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Nel breve termine le prospettive per l'inflazione continueranno a essere caratterizzate da effetti base connessi agli andamenti dei prezzi dei beni energetici nel 2008. Pertanto, l'inflazione dovrebbe rimanere negativa nei prossimi mesi prima di tornare positiva verso la fine dell'anno. Su orizzonti più lunghi, l'inflazione dovrebbe restare positiva, mentre i prezzi e i costi manterrebbero un andamento contenuto a seguito del ristagno della domanda nell'area dell'euro e al di fuori dei suoi

confini. Gli indicatori delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine rimangono saldamente ancorati in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.

I risultati dell'ultima *Survey of Professional Forecasters* (SPF) della BCE mostrano che le aspettative di inflazione a breve termine per il 2009 e il 2010 sono state ulteriormente riviste al ribasso e si collocano entro gli intervalli di valori riportati nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema (cfr. riquadro 5). Quelle a lungo termine, invece, sono state riviste leggermente al rialzo (dall'1,93 all'1,98 per cento) rispetto alla precedente indagine. Nell'ultima indagine, tuttavia, la dispersione delle previsioni di inflazione a lungo termine è diminuita in misura significativa.

I rischi per le prospettive di inflazione sono sostanzialmente bilanciati. Tali rischi sono connessi in particolare alle prospettive per l'attività economica e a quotazioni delle materie prime superiori alle aspettative. Inoltre, gli incrementi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati potrebbero essere più forti di quanto attualmente previsto perché nei prossimi anni sarà necessario introdurre misure di risanamento nel quadro delle politiche di bilancio.

Riquadro 5

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

Questo riquadro presenta i risultati della *Survey of Professional Forecasters* (SPF) per il terzo trimestre del 2009, condotta dalla BCE fra il 15 e il 20 luglio 2009 sulla base delle risposte di 54 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 ¹⁾.

Aspettative di inflazione per il 2009, il 2010 e il 2011

Rispetto all'indagine precedente (condotta in aprile), gli intervistati hanno rivisto al ribasso le aspettative di inflazione di 0,1 punti percentuali allo 0,4 per cento per il 2009 e di 0,2 punti percentuali all'1,1 per cento per il 2010 (cfr. la tavola seguente)²⁾. Per il 2011 è previsto un aumento dell'inflazione all'1,6 per cento. La maggior parte degli interpellati ha menzionato i forti effetti base risultanti dai bassi corsi del petrolio e delle altre materie prime quali aspetti caratterizzanti il profilo negativo dell'inflazione fino al terzo trimestre del 2009. Essi si attendono che l'inflazione raggiunga un minimo nel periodo compreso fra luglio e settembre 2009 e che ritorni verso valori positivi entro la fine dell'anno o l'inizio del 2010, pur rimanendo a livelli inferiori al 2,0 per cento. Secondo gli intervistati, la crescente disoccupazione avrà un effetto negativo sui salari, limitando così la ripresa della spesa per consumi. In generale, la debolezza della domanda, il sottoutilizzo della capacità produttiva e il ridotto potere delle imprese nel determinare i prezzi dovrebbero più che compensare eventuali rischi al rialzo derivanti da potenziali rincari del petrolio e di altre materie prime.

- 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 (disponibile solo in inglese).

Risultati della *Survey of Professional Forecasters*, delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, 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 ²⁾
	2009	giugno 2010	2010	giugno 2011	2011	
SPF, 3° trim. 2009	0,4	1,2	1,1	1,6	1,6	2,0
Precedente SPF, 2° trim. 2009	0,5	-	1,3	-	-	1,9
Proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema	0,1-0,5	-	0,6-1,4	-	-	-
<i>Consensus</i> (luglio 2009)	0,4	-	1,2	-	1,6	2,0
<i>Euro Zone Barometer</i> (luglio 2009)	0,4	-	1,2	-	1,7	2,1
Crescita del PIL in termini reali	2009	1° trim. 2010	2010	1° trim. 2011	2011	A più lungo termine ²⁾
SPF, 3° trim. 2009	-4,5	-0,4	0,3	1,3	1,5	1,9
Precedente SPF, 2° trim. 2009	-3,4	-	0,2	-	-	1,9
Proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema	-5,1 - -4,1	-	-1,0-0,4	-	-	-
<i>Consensus</i> (luglio 2009)	-4,4	-	0,4	-	1,5	2,0
<i>Euro Zone Barometer</i> (luglio 2009)	-4,5	-	0,4	-	1,6	2,1
Tasso di disoccupazione ¹⁾	2009	maggio 2010	2010	maggio 2011	2011	A più lungo termine ²⁾
SPF, 3° trim. 2009	9,7	10,9	10,9	10,7	10,6	8,5
Precedente SPF, 2° trim. 2009	9,3	-	10,5	-	-	8,4
<i>Consensus</i> (luglio 2009)	9,7	-	11,1	-	-	-
<i>Euro Zone Barometer</i> (luglio 2009)	9,7	-	11,0	-	10,6	9,0

1) In percentuale delle forze di lavoro.

 2) Le aspettative di inflazione a più lungo termine si riferiscono al 2014 nella presente SPF e in *Consensus Economics*, al 2013 nell'*Euro Zone Barometer*. Le proiezioni di *Consensus Economics* per gli anni 2011 e 2014 sono state pubblicate nell'edizione di aprile 2009.

Le aspettative di inflazione che emergono dalla SPF per il 2009 e il 2010 si situano all'interno degli intervalli di valori riportati nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2009 e sono sostanzialmente in linea con quelle pubblicate nelle edizioni di luglio 2009 di *Consensus Economics* ed *Euro Zone Barometer* per gli anni 2009, 2010 e 2011.

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 per il 2009 è concentrata più chiaramente all'interno dell'intervallo compreso fra 0,0 e 0,4 per cento rispetto all'indagine precedente, mentre quella per il 2010 è rimasta sostanzialmente analoga ai risultati dell'indagine di aprile (cfr. figura A). All'eventualità che l'inflazione possa essere negativa in entrambi gli anni è stata attribuita una bassa probabilità (pari al 15 per cento per il 2009 e al 7 per cento per il 2010). In base alle singole distribuzioni di probabilità, i rischi sembrano essere orientati verso il basso per tutti gli orizzonti previsionali (sono di più gli intervistati con una stima puntuale superiore alla media della loro distribuzione di probabilità di quelli con una stima puntuale inferiore).

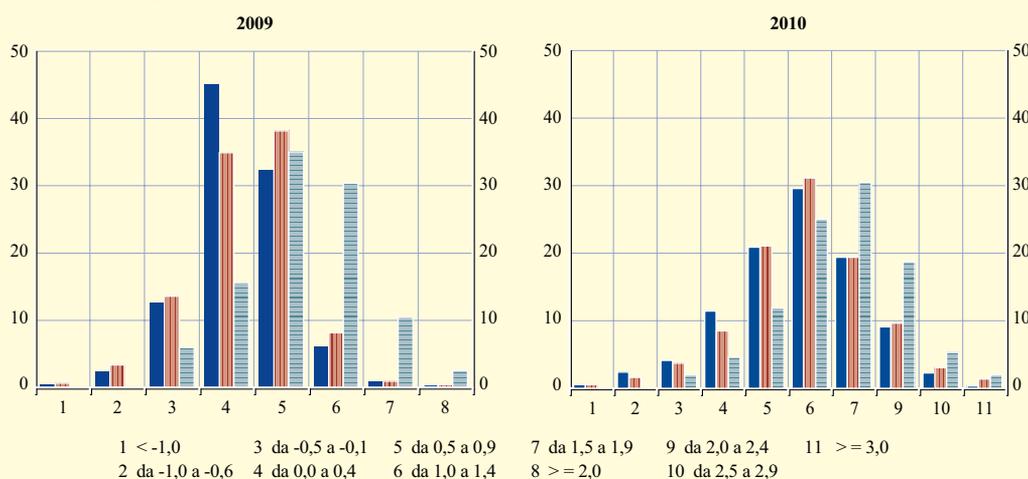
Indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine

Le aspettative di inflazione a più lungo termine (per l'anno 2014) sono state riviste marginalmente al rialzo, dall'1,93 per cento della precedente indagine all'1,98. La stima puntuale media è in linea con le proiezioni di inflazione a lungo termine fornite da *Consensus Economics* (al 2,0 per cento) nell'aprile 2009 ed è inferiore a quelle di *Euro Zone Barometer* (al 2,1 per cento) pubblicate nel luglio 2009.

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

(variazioni percentuali)

■ SPF 3° trim. 2009
■ SPF 2° trim. 2009
■ SPF 1° trim. 2009



Fonte: BCE.

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

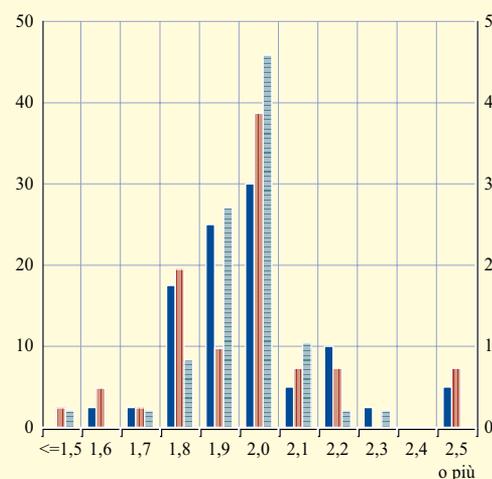
La revisione al rialzo della stima puntuale media, all'1,98 per cento, in questa indagine è associata a una diminuzione della divergenza fra le attese di inflazione a più lungo termine, misurata dalla deviazione standard delle stime puntuali. Nel complesso, la divergenza rimane a un livello lievemente elevato rispetto a quello medio degli ultimi cinque anni, come indica la distribuzione *cross-section* più piatta delle aspettative di inflazione a più lungo termine (cfr. figura B). Infine, la probabilità che l'inflazione a più lungo termine si collochi al 2 per cento o su livelli superiori è aumentata al 48 per cento, dal 46 per cento della precedente indagine (cfr. figura C).

Questi risultati dell'indagine possono essere raffrontati con il tasso di inflazione di pareggio, un indicatore delle aspettative di inflazione a più lungo termine degli operatori di mercato, calcolato come differenziale di rendimento tra le obbligazioni nominali e quelle indicizzate all'inflazione ³⁾. Fino al settembre

Figura B Distribuzione *cross-section* delle aspettative di inflazione a lungo termine (2014) fra gli intervistati per la Survey of Professional Forecasters (SPF)

(percentuali di intervistati)

■ SPF 3° trim. 2009
■ SPF 2° trim. 2009
■ SPF 1° trim. 2009



Fonte: BCE.

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

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)⁴. 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 delle iniziative intraprese dagli investitori per ridurre il rischio e la leva finanziaria e della loro netta preferenza per attività più sicure e liquide⁵.

Aspettative per la crescita del PIL in termini reali

Dall'ultima indagine, gli intervistati hanno rivisto ulteriormente al ribasso le aspettative di crescita per il 2009, di 1,1 punti percentuali, e si attendono ora che il PIL in termini reali dell'area dell'euro si contragga quest'anno del 4,5 per cento. Esso dovrebbe poi crescere dello 0,3 per cento nel 2010 (con una revisione al rialzo di 0,1 punti percentuali) e dell'1,5 per cento nel 2011. Quali fattori principali alla base delle prospettive a breve-medio termine per la crescita del PIL in termini reali, gli interpellati hanno citato nei loro commenti la debolezza della domanda interna ed estera, così come le tensioni in atto nei mercati finanziari e le aspre condizioni di finanziamento.

Le aspettative di crescita per il 2009 contenute nella SPF sono ben all'interno dell'intervallo riportato nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2009, mentre quelle per il 2010 sono vicine al limite superiore di tale intervallo. Esse sono sostanzialmente in linea con le previsioni fornite da *Euro Zone Barometer* e *Consensus Economics* per entrambi gli anni, ma leggermente inferiori a quelle per il 2011.

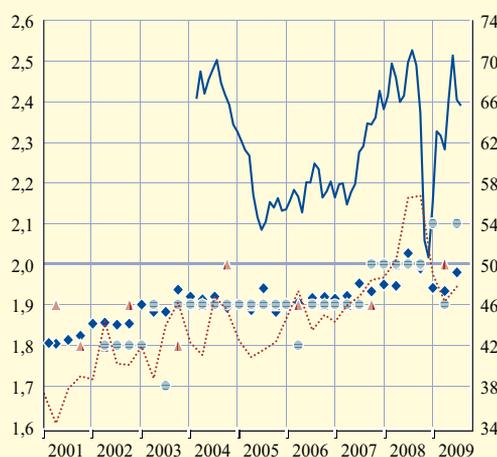
In linea con la revisione al ribasso della crescita attesa del PIL in termini reali, la distribuzione di probabilità aggregata per il 2009 si è spostata verso risultati più bassi, mentre quella per il 2010 è rimasta piuttosto piatta e si è concentrata nell'intervallo compreso fra 0,0 e 0,9 per cento. All'eventualità che la crescita annua del PIL in termini reali possa essere negativa nel 2010 è

- 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 *Recenti incrementi dei rendimenti reali e relative implicazioni per l'analisi delle aspettative di inflazione* nel numero di novembre 2008 di questo Bollettino.

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

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

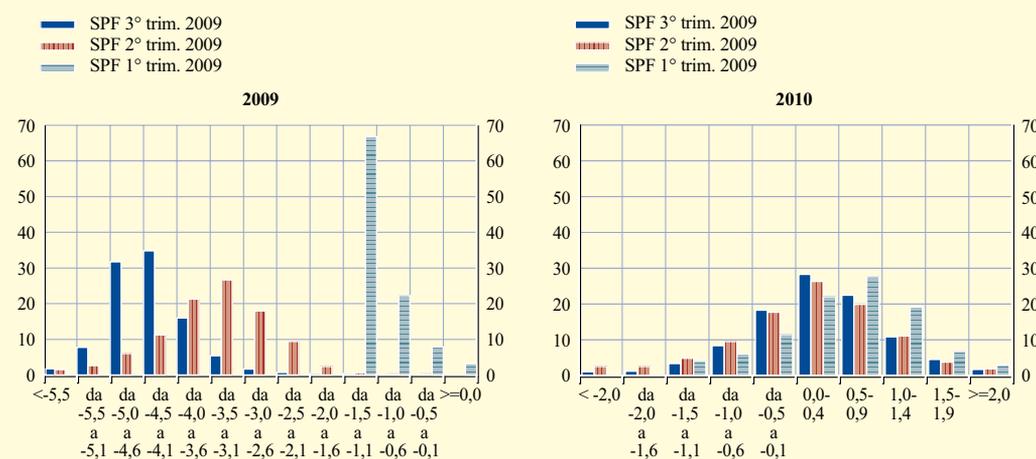
- ◆ SPF (per il 2014; scala di sinistra)
- ▲ *Consensus Economics* (per il 2014; scala di sinistra)
- *Euro Zone Barometer* (per il 2013; scala di sinistra)
- tasso di inflazione di pareggio implicito nei tassi di interesse a termine atteso tra cinque anni per il quinquennio successivo, destagionalizzato (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*, Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

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

attribuita una probabilità del 32 per cento, rispetto al 37 per cento della precedente indagine (cfr. figura D).

L'incertezza derivata dalla distribuzione di probabilità aggregata relativa alle previsioni sul PIL in termini reali con orizzonte di uno e due anni è diminuita, pur continuando a rimanere su livelli elevati (cfr. il riquadro 6 nella sezione 4). Secondo i commenti forniti nell'indagine, la maggior parte degli intervistati si attende una ripresa moderata nel corso del 2010 e alcuni ritengono che la crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro ritornerà al suo pieno potenziale solo a partire dal 2011. Quali fattori principali a sostegno della ripresa, sono stati menzionati un miglioramento nei mercati di esportazione dell'area dell'euro e del commercio mondiale, così come l'impatto delle misure di politica fiscale e monetaria. Tuttavia, gli intervistati hanno anche sottolineato l'elevata incertezza relativa ai tempi e all'entità della ripresa. Più specificamente, l'incertezza riguarda le prospettive per l'andamento dell'interscambio con l'estero così come del mercato del lavoro, che a causa della crescente disoccupazione pone elevati rischi al ribasso sulla spesa per consumi.

Le aspettative di crescita a più lungo termine (per il 2014) sono rimaste invariate all'1,9 per cento rispetto all'indagine precedente e sono lievemente inferiori a quelle fornite da *Consensus Economics* in aprile e da *Euro Zone Barometer* in luglio. Nel complesso, i partecipanti ritengono che tale scenario sia soggetto a rischi orientati verso il basso.

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

I partecipanti alla SPF hanno corretto al rialzo le proprie aspettative per il tasso di disoccupazione di 0,4 punti percentuali sia per il 2009 che per il 2010. Essi si attendono ora in media che tale tasso raggiunga il 9,7 per cento nel 2009, per poi aumentare ulteriormente al 10,9 per cento nel 2010 e scendere lievemente al 10,6 per cento nel 2011. Anche le aspettative per il tasso di disoccupazione a più lungo termine sono state riviste al rialzo, di 0,1 punti percentuali, e si situano ora all'8,5 per cento.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Le recenti indagini sull'attività economica nell'area dell'euro indicano una chiara riduzione del ritmo della contrazione. Tuttavia, l'attività dovrebbe rimanere debole nella parte restante del 2009. Guardando al prossimo anno, dopo una fase di stabilizzazione, si attende una graduale ripresa con tassi di crescita trimestrali di segno positivo. Le significative azioni di stimolo adottate in tutte le principali aree economiche dovrebbero sostenere la crescita sia nell'area dell'euro che a livello mondiale. I rischi relativi a queste prospettive per l'attività rimangono bilanciati.

4.1 I COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

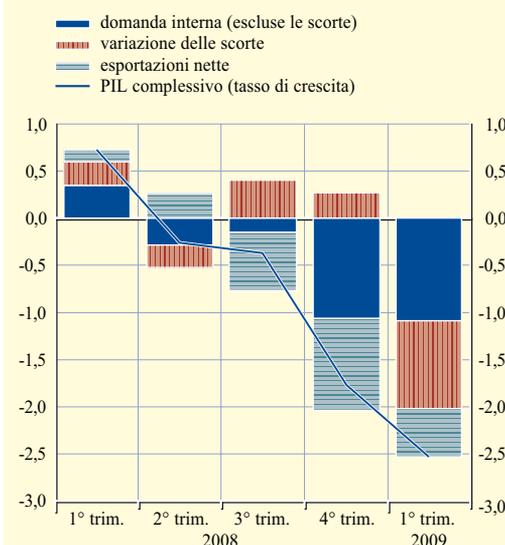
Il ritmo di crescita dell'attività nell'area dell'euro è diminuito notevolmente all'inizio del 2009, a seguito della protratta contrazione della domanda sia interna che mondiale. In base alla seconda stima dell'Eurostat il PIL in termini reali nell'area è sceso del 2,5 per cento sul periodo precedente nel primo trimestre del 2009, dopo una flessione dell'1,8 per cento nell'ultimo trimestre del 2008 (cfr. figura 25). Il PIL ha probabilmente continuato a ridursi nel secondo trimestre, benché a un ritmo inferiore rispetto al primo. La contrazione dovrebbe moderarsi ulteriormente per tutta la parte rimanente del 2009, e la crescita economica, dopo una fase di stabilizzazione, dovrebbe mostrare una graduale ripresa nel 2010. L'incertezza che caratterizza queste prospettive resta elevata. Di fatto, le misure derivate dalle proiezioni di vari esperti indicano che l'incertezza sulle prospettive economiche raramente è stata maggiore (cfr. riquadro 6). Al contempo, i risultati della *Survey of Professional Forecasters* (SPF) per il terzo trimestre del 2009, condotta dalla BCE, mostrano che l'incertezza relativa alle previsioni sul PIL in termini reali con orizzonte di uno e due anni è leggermente scesa rispetto alla precedente indagine (cfr. riquadro 5).

La seconda stima dell'Eurostat ha confermato che il deterioramento della domanda ha riguardato tutte le sue componenti nel primo trimestre del 2009. La domanda estera ha evidenziato una rapida contrazione, riflettendo il crollo del commercio internazionale. Anche la domanda interna si è indebolita, in presenza di una flessione significativa degli investimenti e di un calo dei consumi. Inoltre, le scorte hanno fornito un contributo negativo alla crescita.

I consumi privati sono diminuiti dello 0,5 per cento sul periodo precedente nel primo trimestre del 2009. Gli andamenti recenti degli indicatori della domanda di beni di consumo segnalano un tasso di crescita congiunturale della spesa per consumi meno negativo nel secondo trimestre. Tale valutazione è sostenuta da tre fattori principali. In primo luogo, tenendo presente la volatilità della serie, sebbene le vendite al dettaglio nel secondo trimestre abbiano continuato a diminuire, il calo è risultato inferiore a quello del trimestre precedente. Pertanto, la recente dinamica del commercio al dettaglio indica che la tendenza calante osservata dalla metà del 2008 si stia esaurendo. In secondo luogo, i dati relativamente robusti sulle immatricolazioni di

Figura 25 Crescita del PIL in termini reali e contributi

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



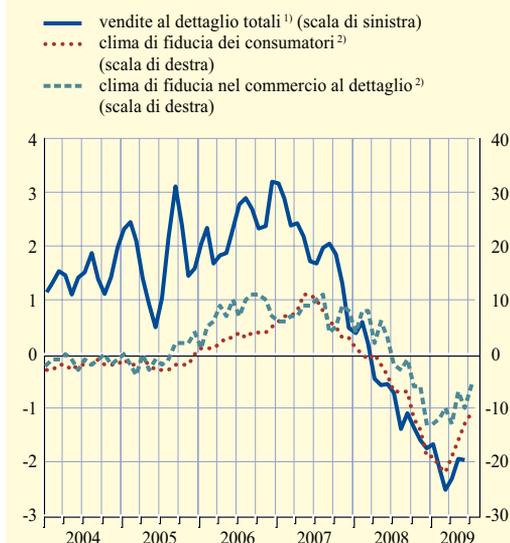
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

nuove autovetture suggeriscono che la recente introduzione di incentivi governativi a favore della rottamazione di vecchie autovetture e dell'acquisto di nuove abbia fornito sostegno alla spesa delle famiglie nel secondo trimestre. In terzo luogo, in tale periodo l'indice di fiducia dei consumatori ha evidenziato un aumento sul trimestre precedente, invertendo la tendenza al ribasso osservata dalla metà del 2007. Tuttavia, nonostante l'incremento degli ultimi mesi, il livello persistentemente basso della fiducia dei consumatori è in linea con una spesa per consumi debole nel secondo trimestre (cfr. figura 26).

In una prospettiva di più lungo periodo, i consumi rimarrebbero relativamente contenuti nella seconda metà del 2009 per effetto di un ulteriore deterioramento previsto nei mercati del lavoro. La sostanziale flessione dei prezzi delle materie prime dallo scorso anno ha fornito sostegno al reddito disponibile reale delle famiglie e dovrebbe continuare a favorire la spesa. Al contempo, vi sono rischi che le famiglie possano decidere di accrescere il proprio risparmio in previsione di una politica di bilancio più restrittiva in futuro. Inoltre, vi sono incertezze riguardo alla misura in cui saranno influenzati i consumi privati allorché gli attuali programmi per la rottamazione delle vecchie autovetture verranno aboliti.

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.

1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie mobili di 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 6

L'INCERTEZZA E LE PROSPETTIVE ECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO

A partire dall'autunno del 2008 le rinnovate turbolenze nei mercati finanziari e il netto deterioramento della domanda mondiale e interna hanno accresciuto l'incertezza circa le prospettive economiche dell'area dell'euro. L'incertezza è emersa con evidenza nella crescente dispersione delle proiezioni formulate dagli esperti in merito alla crescita nell'area. Questo riquadro prende in esame alcuni indicatori di tale dispersione e analizza le possibili implicazioni dell'attuale incertezza sulle prospettive per l'evoluzione della domanda nel breve periodo.

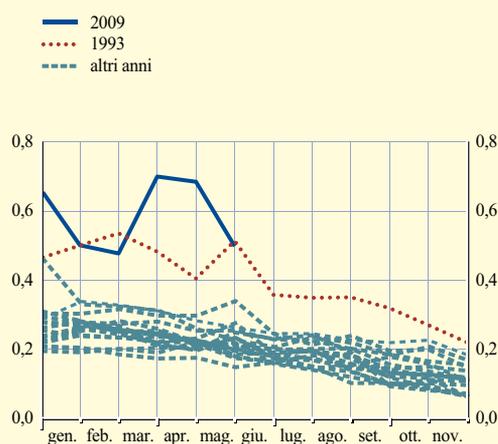
L'incertezza ha un ruolo rilevante poiché può esercitare un influsso considerevole sulla domanda corrente. Gli investimenti privati, ad esempio, potrebbero essere influenzati in quanto, essendo le decisioni sulla spesa in beni capitali generalmente irreversibili, in un contesto incerto le imprese potrebbero essere indotte a rinviare le decisioni di investimento fino a quando le prospettive per la domanda non divengano più chiare. In modo analogo l'incertezza può avere ripercussioni sulle decisioni delle famiglie. Prospettive economiche, specie relative all'occupazione, più incerte potrebbero indurre le famiglie a diminuire i consumi correnti e accrescere invece il risparmio a fini precauzionali per tutelarsi da possibili fluttuazioni del reddito futuro.

Sono disponibili vari approcci per valutare il grado di incertezza. Un metodo comune consiste nell'osservare la volatilità degli indicatori economici o finanziari. Ad esempio, la variazione degli indici azionari fornisce segnali sulla volatilità corrente nei mercati finanziari, mentre le volatilità implicite desunte dai contratti di opzione aiutano a comprendere le opinioni degli operatori di mercato circa la volatilità futura¹⁾. Per quanto riguarda l'economia reale, si può inoltre considerare la volatilità recente delle serie macroeconomiche, come l'evoluzione delle ultime variazioni del PIL o della produzione industriale.

Un'altra possibile misura dell'incertezza sulle prospettive è rappresentata dalla dispersione delle proiezioni di crescita formulate dai previsori. Le figure A e B mostrano la deviazione standard delle previsioni sulla crescita del PIL di Consensus Economics, che raccoglie le proiezioni di una serie di esperti in riferimento alle principali economie. Nell'indagine si chiede ai partecipanti di esprimere le proprie opinioni sulle prospettive di crescita per l'anno corrente e quello successivo (attualmente per il 2009 e il 2010). Le disparità fra le proiezioni mostrano tendenzialmente un profilo stagionale. Mano a mano che i dati si accumulano durante l'anno (e i previsori acquisiscono maggiori informazioni sulla crescita annuale corrente e futura), le valutazioni sulle prospettive di crescita tendono a convergere. Di norma, l'intervallo delle proiezioni presentate a Consensus Economics in gennaio e febbraio è pertanto lievemente maggiore rispetto a quello di novembre e dicembre. Ciò considerato, le figure mettono a confronto l'evoluzione della dispersione delle proiezioni per un intero anno (da gennaio a dicembre), in anni solari consecutivi²⁾.

Figura A Dispersione delle proiezioni sulla crescita del PIL per l'anno solare in corso

(deviazione standard di stime puntuali della crescita fra i diversi previsori)

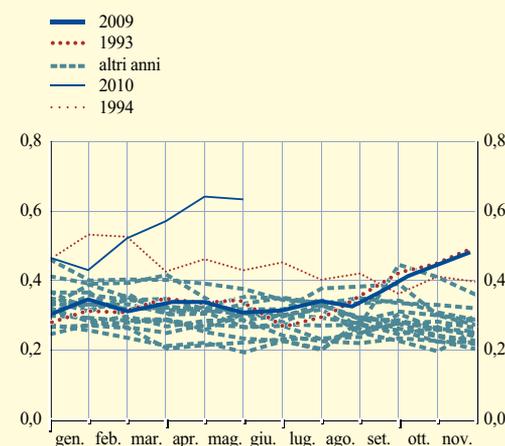


Fonte: Consensus Economics.

Note: la misura per l'area dell'euro è ottenuta come media delle deviazioni standard delle proiezioni relative a Germania, Francia e Italia. Ogni linea rappresenta la deviazione standard delle previsioni di Consensus Economics sulla crescita del PIL per l'anno in corso. "Altri anni" si riferisce alle deviazioni standard dal 1990 al 2008.

Figura B Dispersione delle proiezioni sulla crescita del PIL per l'anno solare successivo

(deviazione standard di stime puntuali della crescita fra i diversi previsori)



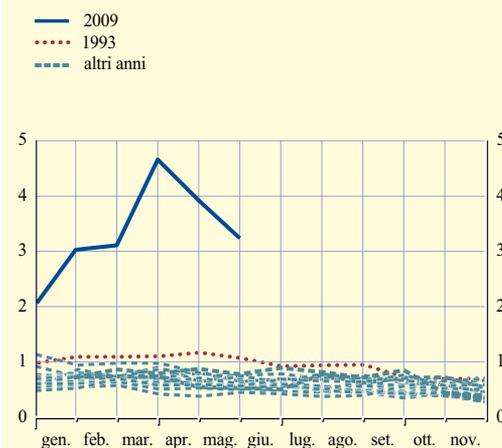
Fonte: Consensus Economics.

Note: la misura per l'area dell'euro è ottenuta come media delle deviazioni standard delle proiezioni relative a Germania, Francia e Italia. Ogni linea rappresenta la deviazione standard delle previsioni di Consensus Economics sulla crescita del PIL per l'anno successivo. "Altri anni" si riferisce alle deviazioni standard dal 1990 al 2008.

- 1) Per un esame della volatilità degli indici dei mercati azionari, cfr. il riquadro 4 *Volatilità anomala nei mercati azionari mondiali*, nel numero di novembre 2008 di questo Bollettino.
- 2) Nelle figure da A a D ogni linea mostra la deviazione standard delle previsioni tratte da Consensus Economics nel corso di un anno solare. È evidenziata l'evoluzione della deviazione standard delle previsioni relative ad anni specifici (1993, 1994, 2009 e 2010). Con "altri anni" si indicano le deviazioni standard dal 1990 in avanti (eccetto quelle già evidenziate).

Figura C Dispersione delle proiezioni sulla crescita della produzione industriale per l'anno solare in corso

(deviazione standard di stime puntuali della crescita fra i diversi previsori)

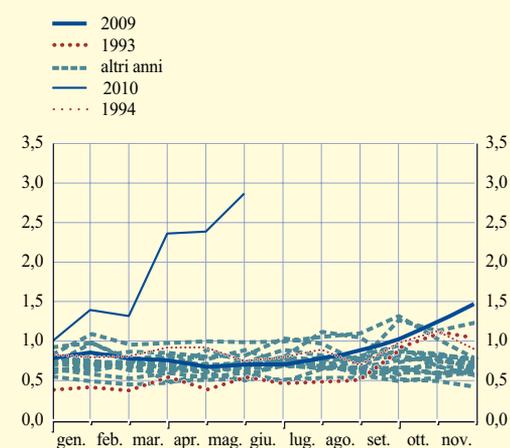


Fonte: *Consensus Economics*.

Note: la misura per l'area dell'euro è ottenuta come media delle deviazioni standard delle proiezioni relative a Germania, Francia e Italia. Ogni linea rappresenta la deviazione standard delle previsioni di Consensus Economics sulla crescita del PIL per l'anno in corso. "Altri anni" si riferisce alle deviazioni standard dal 1990 al 2008.

Figura D Dispersione delle proiezioni sulla crescita della produzione industriale per l'anno solare successivo

(deviazione standard di stime puntuali della crescita fra i diversi previsori)



Fonte: *Consensus Economics*.

Note: la misura per l'area dell'euro è ottenuta come media delle deviazioni standard delle proiezioni relative a Germania, Francia e Italia. Ogni linea rappresenta la deviazione standard delle previsioni di Consensus Economics sulla crescita del PIL per l'anno successivo. "Altri anni" si riferisce alle deviazioni standard dal 1990 al 2008.

La dispersione delle proiezioni sul PIL è stata tendenzialmente molto più ampia in fasi di recessione o crescita debole. Rispetto ad altri periodi, durante la recessione dei primi anni novanta il grado di disaccordo dei previsori in merito alla crescita per l'anno corrente e quello successivo è stato considerevole (cfr. figure A e B). Più di recente, la dispersione delle opinioni sulle prospettive economiche si è accresciuta notevolmente, raggiungendo il livello più elevato da quando si sono resi disponibili i dati per la prima volta nel 1990. La disparità delle stime relative all'anno corrente (2009) è pari a quella osservata durante la precedente recessione nell'area dell'euro, nel 1993, mentre il disaccordo in merito alla crescita per l'anno successivo è il più alto mai registrato. L'incremento dell'incertezza risulta ancor più marcato nel caso del settore industriale, come evidenziato dalle figure C e D che mostrano la stessa misura della dispersione per le previsioni di crescita della produzione in tale comparto. Il recente rallentamento improvviso della produzione ha determinato un significativo ampliamento della dispersione delle opinioni sulle prospettive di ripresa nel settore industriale.

Un eventuale problema connesso alle misure presentate nelle figure da A a D risiede nel fatto che esse considerano solo il disaccordo dei previsori circa il risultato probabile complessivo o il profilo atteso. Importanti informazioni sulle aspettative concernenti la distribuzione dei risultati previsti potenziali potrebbero pertanto essere trascurate. Ad esempio, è possibile che gli esperti siano concordi in merito al risultato più probabile, sebbene il livello complessivo di incertezza sia elevato. Pertanto, una misura ideale dell'incertezza dovrebbe cogliere anche le valutazioni soggettive dei previsori sull'incertezza relativa alle prospettive economiche. A tale riguardo, la *Survey of Professional Forecasters* (SPF) della BCE risulta utile, poiché non solo considera le valutazioni soggettive degli intervistati circa il valore atteso della crescita (e dell'inflazione), ma ottiene altresì informazioni quantitative sull'incertezza che circonda le aspettative centrali. Più in dettaglio, ai partecipanti alla SPF si richiede anche di assegnare una distribuzione di pro-

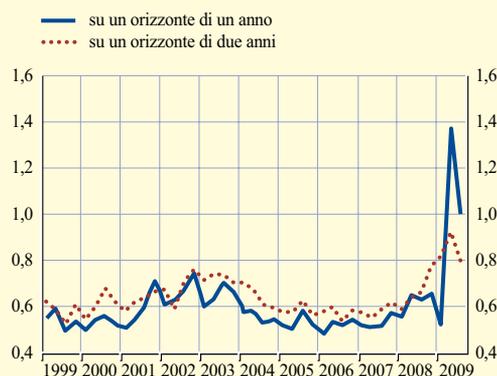
babilità alle loro previsioni. La figura E mostra la deviazione standard della distribuzione relativa alla crescita del PIL derivata dall'aggregazione delle risposte dei singoli esperti³⁾. Al momento attuale il quadro che ne emerge è sostanzialmente simile a quello fornito dalle misure precedenti, a conferma del fatto che l'incertezza sulle prospettive economiche è eccezionalmente elevata, pur con un lieve calo nell'ultima SPF, basata sulle previsioni raccolte in luglio.

In sintesi, a partire dall'autunno del 2008 le rinnovate turbolenze finanziarie, insieme al netto deterioramento della domanda mondiale e interna, hanno accresciuto l'incertezza sulle prospettive economiche per l'area dell'euro. Di fatto, le misure derivate dalle proiezioni degli esperti indicano che l'incertezza sulle prospettive per l'economia di rado è stata più elevata. Questa pronunciata incertezza costituisce probabilmente uno dei fattori che allo stadio attuale frenano la domanda; l'evidenza aneddotica suggerisce che essa ha svolto un ruolo di primo piano nel determinare la spesa per investimenti delle imprese nei mesi recenti. Guardando al futuro, i pacchetti di stimolo fiscale, unitamente all'allentamento monetario e ai significativi sforzi volti a ripristinare il funzionamento del sistema finanziario, dovrebbero contribuire a ridurre l'incertezza sulle prospettive economiche. Inoltre, il previsto miglioramento delle condizioni mondiali e interne, nel contesto della normalizzazione dei mercati finanziari, dovrebbe gradualmente accrescere la fiducia e diminuire l'incertezza nei mesi a venire. Di fatto, come emerso dall'ultima SPF, vi sono già segnali di un nuovo calo dell'incertezza fra i previsori.

3) Per una descrizione della misura dell'incertezza di previsione aggregata nell'SPF, cfr. Carlos Bowles, Roberta Friz, Véronique Genre, Geoff Kenny, Aidan Meyler e Tuomas Rautanen, *The ECB survey of professional forecasters (SPF): a review after eight years' experience*, Occasional Paper della BCE, n. 59, aprile 2007. La distribuzione aggregata si ottiene semplicemente sommando le singole probabilità riportate nell'SPF e dividendo il totale per il numero di partecipanti.

Figura E Misura di incertezza sul PIL in termini reali desunta dalla Survey of Professional Forecasters

(deviazione standard della distribuzione di probabilità aggregata)



Fonte: Survey of Professional Forecasters della BCE.

Nota: la proporzione della revisione al ribasso delle proiezioni per la crescita nell'indagine del primo trimestre 2009 ha avuto come conseguenza che i risultati delle distribuzioni di probabilità su un orizzonte di un anno si localizzassero prevalentemente nell'intervallo più basso, aperto; pertanto il valore relativo al primo trimestre 2009 rappresenta una sottostima dell'incertezza per tale periodo.

In linea con il profilo osservato durante precedenti periodi di recessione economica, gli investimenti fissi lordi sono stati una determinante fondamentale dell'attuale rallentamento dell'attività; nel primo trimestre del 2009 hanno mostrato un calo del 4,2 per cento sul periodo precedente. La seconda stima dell'Eurostat ha confermato che la flessione degli investimenti aggregati è riconducibile per la maggior parte a quelli in beni diversi dalle costruzioni (principalmente attività destinate a essere utilizzate per la produzione di beni e servizi), mentre gli investimenti in costruzioni hanno evidenziato una diminuzione meno pronunciata.

È probabile che gli investimenti continuino a fornire un contributo negativo alla crescita per tutto il 2009. La prevista contrazione dell'attività complessiva interna ed estera e la bassa redditività attesa delle imprese graveranno probabilmente sia sugli investimenti in costruzioni sia sui rimanenti investimenti. La correzione in atto dei prezzi degli immobili residenziali e commerciali nell'area dell'euro suggerisce altresì che quelli in costruzioni si manterranno su livelli modesti anche in futuro.

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

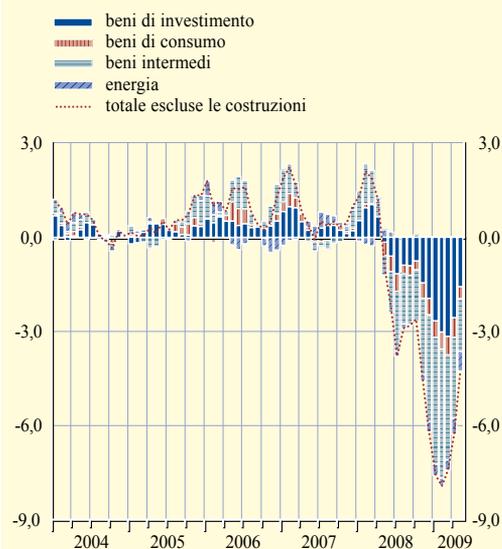
La seconda stima dell'Eurostat del valore aggiunto in termini reali nel primo trimestre del 2009 ha evidenziato cali sia nel settore dell'industria sia in quello dei servizi. Nell'industria (al netto delle costruzioni) il valore aggiunto è diminuito dell'8,5 per cento sul periodo precedente, mentre nelle costruzioni è sceso dell'1 per cento. Per quanto riguarda il settore dei servizi, il valore aggiunto si è ridotto dell'1,1 per cento in termini congiunturali.

Gli indicatori mensili segnalano che l'attività è rimasta debole nel secondo trimestre del 2009, ma che il ritmo della contrazione stia rallentando. In maggio la produzione industriale dell'area dell'euro (al netto delle costruzioni) ha registrato un aumento dello 0,6 per cento rispetto al mese precedente, il primo dopo 8 mesi di flessioni consecutive e, nella maggior parte dei casi, estremamente pronunciate. Nel complesso, il lieve incremento di maggio, insieme al minore ritmo di riduzione segnato in marzo e in aprile rispetto ai consistenti cali mensili registrati dal settembre del 2008, indica una chiara moderazione della tendenza calante della produzione industriale (cfr. figura 27). Facendo una media della volatilità mensile, emerge anche una lieve attenuazione del ritmo di contrazione dell'attività nel settore delle costruzioni durante gli ultimi mesi, nonostante il deterioramento osservato in maggio.

È importante rilevare che gli indicatori degli andamenti di breve periodo, quali i tassi di variazione sul mese precedente delle serie destagionalizzate come la produzione industriale, nel momento at-

Figura 27 Crescita della produzione industriale e contributi

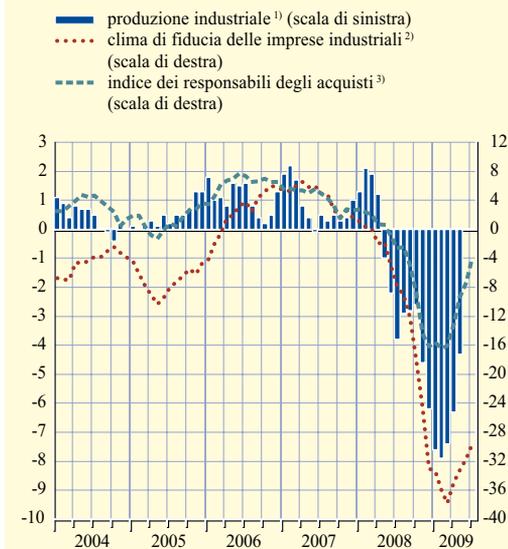
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: i dati riportati sono calcolati come variazioni di medie mobili di tre mesi rispetto all'analogica media dei tre mesi precedenti.

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 ed elaborazioni della BCE.
Note: tutte le serie si riferiscono al settore manifatturiero.

- 1) Variazioni percentuali della media mobile di tre mesi rispetto al trimestre precedente.
- 2) Saldi percentuali.
- 3) *Purchasing Managers' Index*; scostamenti dal valore 50.

tuale andrebbero interpretati con cautela ancora maggiore di quella necessaria in periodi più normali. Come chiarito nel riquadro 7, la recente evoluzione dell'economia ha probabilmente accresciuto l'incertezza delle serie macroeconomiche destagionalizzate.

Anche i risultati delle indagini presso le imprese segnalano un'ulteriore moderazione del ritmo di riduzione dell'attività economica nel secondo trimestre (cfr. figura 28). Ad esempio, l'indice dei responsabili degli acquisti (*Purchasing Managers' index*, PMI) ha continuato a migliorare in luglio (pur rimanendo al di sotto del livello di riferimento di 50, a indicare il deterioramento economico ancora in corso). Analogamente, le indagini della Commissione europea presso le imprese confermano in generale i risultati meno pessimistici forniti dall'indice PMI.

Riquadro 7

LA DESTAGIONALIZZAZIONE DEGLI INDICATORI ECONOMICI CONGIUNTURALI DELL'AREA DELL'EURO NEL CORSO DELL'ATTUALE RECESSIONE

Molti indicatori economici congiunturali risentono in misura considerevole di eventi che si verificano regolarmente ogni anno nello stesso periodo. Le vacanze estive, ad esempio, inducono un netto calo della produzione industriale nel mese di agosto, mentre gli acquisti natalizi gonfiano il fatturato del commercio al dettaglio in dicembre. Gli effetti stagionali rendono più ardua la valutazione degli andamenti economici di breve periodo. Pertanto, al fine di dare un'interpretazione significativa ai dati, le serie storiche degli indicatori economici congiunturali vengono depurate dalle variazioni stagionali. Tuttavia, alcuni andamenti economici, quali la forte recessione in atto, creano difficoltà aggiuntive nel procedimento di destagionalizzazione poiché complicano l'individuazione, all'interno della variazione delle serie, della componente riconducibile agli eventi stagionali periodici.

Questo riquadro delinea innanzitutto il concetto basilare di destagionalizzazione. Successivamente, esso descrive il procedimento di correzione utilizzato per gli indicatori economici congiunturali nell'area dell'euro e, prendendo ad esempio la serie sulla produzione industriale nell'area, illustra il funzionamento generale della destagionalizzazione, mostrando come gli andamenti economici recenti possano aver accresciuto l'incertezza relativa ai dati destagionalizzati.

Il concetto base di destagionalizzazione

Le procedure di destagionalizzazione sono finalizzate a individuare e rimuovere le fluttuazioni stagionali da un indicatore periodico (ad esempio mensile o trimestrale), ossia a eliminare gli effetti che si ripresentano anno dopo anno nello stesso mese o trimestre e che ogni volta incidono sulla serie in misura analoga¹⁾. I metodi di destagionalizzazione più utilizzati si basano sulla scomposizione della serie storica in componenti non osservabili, ossia una componente ciclo-trend, una componente stagionale e una componente irregolare. Una volta destagionalizzata, la serie riflette la componente ciclo-trend, che è generalmente l'oggetto dell'analisi congiunturale, ma anche oscillazioni irregolari, compresi valori anomali (*outliers*).

1) Un aspetto collegato è quello della correzione per gli effetti di calendario, effettuata in aggiunta alla destagionalizzazione al fine di eliminare gli effetti contingenti specifici a un dato anno di calendario, determinati ad esempio dall'eventualità che il 1° maggio cada nel fine settimana o in un giorno infrasettimanale, o dal fatto che Pasqua sia in marzo o in aprile. Tuttavia, poiché ad esempio il 1° maggio cade più spesso in un giorno infrasettimanale che nel fine settimana e che Pasqua è più spesso in aprile che in marzo, gli effetti di calendario relativi alla situazione "media" di un dato mese o trimestre sono eliminati dalla procedura di destagionalizzazione.

Mentre gli andamenti stagionali regolari possono essere stimati ed eliminati agevolmente, nella pratica la modellizzazione della stagionalità richiede normalmente che si tenga conto della graduale variazione della componente stagionale nel tempo. Ciò, tuttavia, potrebbe accrescere significativamente l'incertezza legata alla stima della serie destagionalizzata. La presenza di andamenti insoliti nei dati più recenti di una serie rischia a sua volta di comportare ulteriore incertezza, rendendo difficile isolare la variazione della componente stagionale dalle dinamiche complessive della serie. Espansioni o contrazioni pronunciate, ad esempio, possono esacerbare le incertezze insite nell'individuazione e nella stima degli andamenti stagionali di una serie storica.

Esistono varie procedure di destagionalizzazione; le più comunemente utilizzate sono le TRAMO-SEATS, che consentono di depurare la serie dalla componente stagionale mediante l'individuazione di un'appropriata scomposizione matematica di un modello ARIMA nelle componenti stagionale e non stagionale, e le procedure X-12-ARIMA che, sostanzialmente, stimano l'impatto delle oscillazioni stagionali in base all'applicazione di medie mobili ai periodi stagionali.

La destagionalizzazione degli indicatori economici congiunturali nell'area dell'euro

Per l'area dell'euro nel suo insieme, l'Eurostat, l'Istituto di statistica delle Comunità europee, stima gli indicatori economici congiunturali destagionalizzati (relativi ad esempio a produzione industriale, nuovi ordini e vendite al dettaglio) aggregando dapprima i dati nazionali non destagionalizzati e depurando successivamente l'aggregato per l'area dell'euro in maniera diretta (utilizzando il cosiddetto "approccio diretto" alla destagionalizzazione). Un metodo alternativo per ottenere dati destagionalizzati per l'area dell'euro consiste nell'aggregare le serie nazionali già destagionalizzate. Quest'ultimo approccio ("approccio indiretto") è spesso utilizzato dagli analisti di mercato, che impiegano i dati nazionali destagionalizzati già pubblicati per elaborare una stima preliminare per l'area dell'euro nel suo insieme, in attesa della diffusione dei dati ufficiali da parte dell'Eurostat²⁾. Poiché la destagionalizzazione comporta di norma trasformazioni non lineari, i risultati ottenuti tramite la correzione diretta degli aggregati per l'area dell'euro differiscono in genere da quelli ricavati dall'aggregazione dei dati nazionali destagionalizzati. La produzione di statistiche affidabili per l'area dell'euro attraverso l'approccio indiretto presuppone che tutti i paesi dell'area effettuino la destagionalizzazione in base al medesimo programma e alla medesima metodologia, ad esempio per quanto riguarda i criteri utilizzati non soltanto per selezionare e adattare i modelli e le funzioni, ma anche per rivedere i dati già pubblicati. Tuttavia, ciò non avviene ancora per gli indicatori economici congiunturali dell'area, dal momento che il grado di armonizzazione raggiunto fra i vari istituti nazionali di statistica è limitato; pertanto, i dati aggregati a partire dalle statistiche nazionali destagionalizzate potrebbero riflettere effetti spuri³⁾.

La destagionalizzazione dei dati sulla produzione industriale nell'area dell'euro

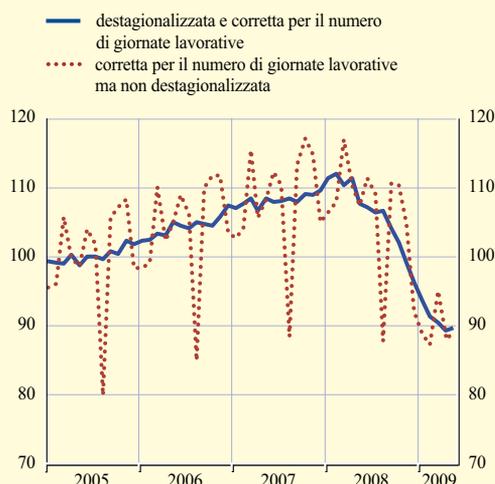
L'effetto della destagionalizzazione può essere illustrato comparando le serie storiche corrette e non corrette della produzione industriale nell'area dell'euro elaborate dall'Eurostat. La figura A mette in luce l'estrema volatilità delle serie non destagionalizzate relative alla produzione

2) Le date di pubblicazione delle statistiche nazionali relative agli indicatori economici congiunturali non sono sincronizzate.

3) Allo scopo di promuovere l'armonizzazione delle procedure di destagionalizzazione, il Sistema statistico europeo e le banche centrali europee hanno recentemente elaborato una serie esaustiva di linee guida in materia che raccomanda l'impiego dei metodi TRAMO-SEATS o X-12. Cfr. http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/TTY_OFFPUB/KS-RA-09-006/EN/KS-RA-09-006-EN.PDF.

Figura A Produzione industriale dell'area dell'euro (escluse le costruzioni)

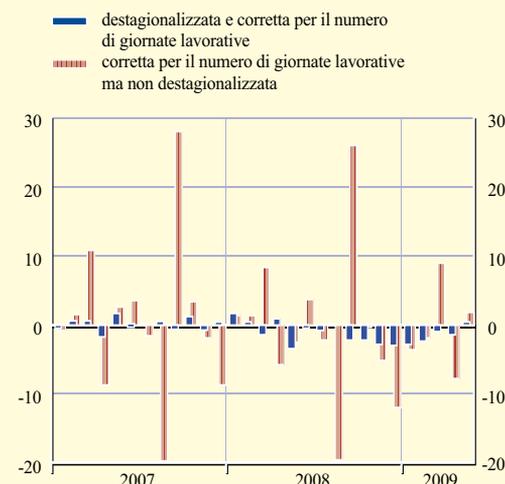
(indice: 2005=100)



Fonte: Eurostat.

Figura B Produzione industriale dell'area dell'euro (escluse le costruzioni)

(variazioni percentuali mensili)



Fonti: Eurostat e calcoli della BCE.

industriale (al netto delle costruzioni) e il loro andamento stagionale pronunciato, ma molto regolare. L'effetto più evidente della destagionalizzazione si riscontra ogni anno nel mese di agosto, quando la serie non corretta della produzione registra sistematicamente un calo sul mese precedente del 20 per cento circa, per poi segnare un netto recupero, a fronte di un tasso di variazione mensile della serie destagionalizzata prossimo o inferiore all'1 per cento in termini assoluti (cfr. figura B). Ciò illustra come, in pratica, i dati non destagionalizzati sulla produzione industriale non siano particolarmente utili ai fini dell'analisi congiunturale.

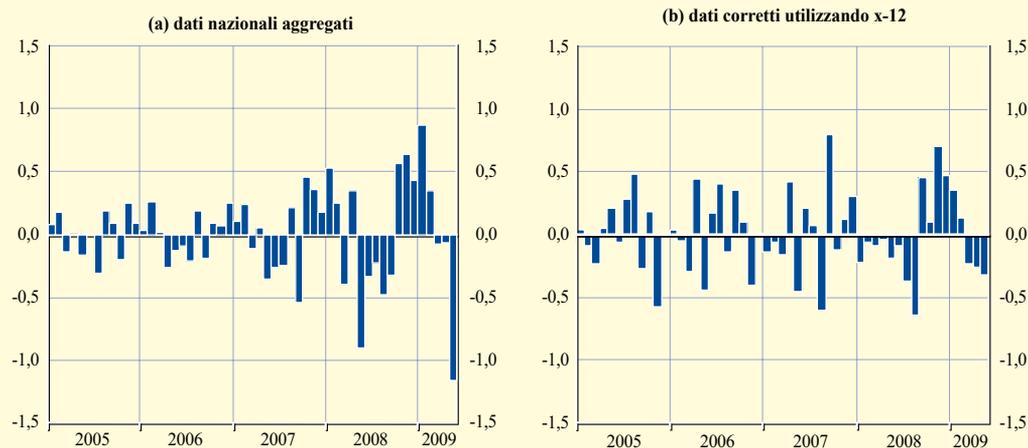
L'incertezza relativa ai dati destagionalizzati sulla produzione industriale nel contesto dell'attuale recessione

Come già accennato, l'incertezza relativa alle serie destagionalizzate può aumentare notevolmente in periodi caratterizzati da andamenti insoliti, come nel caso dell'attuale forte recessione. La figura C evidenzia i risultati ottenuti mediante l'impiego di approcci e metodi diversi di destagionalizzazione. Nel riquadro (a) della figura sono illustrate le differenze fra i tassi di variazione mensili dei dati ufficiali dell'Eurostat sulla produzione industriale nell'area dell'euro, ottenuti con la procedura TRAMO-SEATS, e l'aggregato dei dati destagionalizzati nazionali. Il riquadro (b) mostra le differenze fra i dati dell'Eurostat e quelli ottenuti tramite l'applicazione diretta ai dati dell'area dell'euro di una procedura X-12⁴⁾. Sebbene anche nel periodo antecedente l'attuale recessione si osservino occasionalmente scarti superiori alla norma fra i dati ufficiali dell'Eurostat e quelli prodotti dall'aggregazione dei dati nazionali, il riquadro (a) della figura C mostra che l'entità degli scarti è aumentata durante la recessione in corso, specie a partire dal suo intensificarsi nel settembre del 2008. Inoltre, sono andati accumulandosi scarti successivi nella medesima direzione. Il riquadro (b) della figura C evidenzia, in aggiunta, per la fase più pronunciata della recessione, un insolito ad-

4) La procedura X-12 è stata applicata ipotizzando un andamento stagionale relativamente stabile ed escludendo l'individuazione di valori anomali nei dati più recenti della serie.

Figura C Produzione industriale dell'area dell'euro (escluse le costruzioni): differenze tra tassi di variazioni mensili dei dati Eurostat destagionalizzati e quelli di forme alternative di calcolo

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat e calcoli della BCE.

densamento di differenze consecutive di uguale segno fra i dati ufficiali sull'area dell'euro elaborati dall'Eurostat e quelli ricavati mediante l'approccio di destagionalizzazione diretto con il metodo X-12, ma l'entità di tali discrepanze appare rientrare nel normale margine di incertezza statistica.

Benché la maggiore entità o persistenza delle discrepanze osservate fra i risultati ottenuti con procedure e metodi di destagionalizzazione diversi siano indicative dell'accresciuta incertezza collegata ai dati destagionalizzati, è importante notare che, a partire dal gennaio del 2009, le statistiche hanno risentito significativamente anche dell'introduzione della nuova classificazione delle attività economiche ("NACE Revisione 2") e dell'impiego dei pesi aggiornati riferiti all'anno base 2005. Queste modifiche metodologiche hanno altresì indotto correzioni eccezionali dei dati destagionalizzati e non destagionalizzati, in particolare nel primo trimestre del 2009⁵⁾. Più in generale, i dati più recenti presentati nei riquadri (a) e (b) della figura C potrebbero comportare discrepanze leggermente maggiori, perché i dati preliminari diffusi dall'Eurostat per l'area dell'euro si basano per alcuni paesi su valori stimati⁶⁾. Inoltre, occorre dare adeguata considerazione al fatto che qualunque stima della variazione nel tempo dell'andamento stagionale è generalmente soggetta a incertezze statistiche maggiori nel caso di dati recenti. Tali incertezze si trovano amplificate dal forte calo registrato a seguito dell'attuale recessione.

La figura D mostra le differenze fra i dati dell'Eurostat e l'aggregato dei dati destagionalizzati nazionali sulla base dei valori in tempo reale (ossia quelli non rivisti che riflettono le rispettive informazioni disponibili al momento della pubblicazione preliminare delle statistiche

5) Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro dal titolo "Recenti modifiche alle statistiche congiunturali" nel numero di aprile 2009 di questo Bollettino.

6) Al momento della pubblicazione preliminare delle statistiche dell'Eurostat, alcuni paesi potrebbero non aver ancora fornito i dati relativi al mese più recente. In questi casi, l'Eurostat procede alla stima dei dati per tali paesi e integra i relativi risultati nel calcolo degli aggregati per l'area dell'euro; le stime individuali (a livello di singoli paesi) non sono rese note. Del pari, i dati dei paesi in questione non sono considerati nelle aggregazioni dei dati nazionali riportate nella figura D.

dell'Eurostat), tenendo così conto del livello generalmente più elevato di incertezza statistica che caratterizza i dati più recenti della serie. Dalla figura si evince come, in media, negli anni precedenti gli scarti basati sui dati in tempo reale siano stati di fatto leggermente maggiori di quelli riscontrabili per i dati correntemente disponibili (come mostrato nel riquadro (a) della figura C) e siano risultati a tratti molto pronunciati. Tuttavia, la figura illustra altresì molto chiaramente che gli scarti recenti, come riportato nel riquadro (a) della figura C, sono inizialmente risultati persino più eccezionali in termini sia di entità sia di persistenza, e hanno comportato una divergenza più duratura del solito fra le stime ottenute in base ai diversi metodi considerati.

Le accresciute discrepanze fra i dati sulla produzione elaborati dall'Eurostat e l'aggregato dei dati nazionali comportano inoltre una maggiore incertezza per quanto riguarda l'analisi congiunturale. Benché i dati destagionalizzati nazionali siano compilati in modo non armonizzato, il loro aggregato è stato spesso utilizzato per ricavare segnali anticipatori dei dati destagionalizzati dell'Eurostat per l'area dell'euro. Sebbene gli scarti maggiori della norma osservati occasionalmente in passato mostrino che l'aggregazione dei dati nazionali non fornisce, nemmeno in tempi normali, stime necessariamente affidabili del dato Eurostat, la figura D evidenzia con chiarezza che tali approssimazioni sono divenute ancora meno affidabili negli ultimi tempi. Nel complesso, considerata l'accresciuta incertezza dei dati destagionalizzati, nelle attuali circostanze, ancor più che in epoche meno eccezionali, occorrerebbe evitare di ricavare segnali forti da andamenti congiunturali quali i tassi di variazione sul mese precedente.

Figura D differenze tra tassi dell'Eurostat sulla produzione industriale (escluse le costruzioni) destagionalizzata dell'area dell'euro e l'aggregazione dei dati nazionali corrispondenti, basati su dati in tempo reale

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat e calcoli della BCE.

MERCATO DEL LAVORO

Le condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro hanno continuato a deteriorarsi nei mesi recenti. La seconda stima dell'Eurostat ha confermato un chiaro aumento del ritmo di contrazione dell'occupazione nel primo trimestre dell'anno. In tale periodo l'occupazione nell'area è calata dello 0,9 per cento (sul trimestre precedente), segnando la terza flessione trimestrale consecutiva (cfr. tavola 6). Il forte intensificarsi del calo dell'occupazione nel primo trimestre va ricondotto in larga misura alla pronunciata contrazione sia nel settore industriale sia nel settore delle costruzioni. Dopo diversi trimestri caratterizzati da un rallentamento graduale, e una virtuale stagnazione nella seconda metà del 2008, anche l'occupazione nel comparto dei servizi ha cominciato a ridursi nel primo trimestre del 2009.

In prospettiva, i risultati delle indagini più recenti presso le imprese indicano un ulteriore deterioramento dell'occupazione nel secondo trimestre del 2009 (cfr. figura 29). In luglio le aspettative occupazionali sono rimaste su livelli molto bassi sia per il settore dell'industria sia per quello dei servizi. Le ultime indagini condotte dalla Commissione europea mostrano un quadro analogamente fosco per l'occupazione.

Tavola 6 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali				
	2007	2008	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 4° trim.	2009 1° trim.
Totale economia	1,8	0,8	0,4	0,1	-0,2	-0,4	-0,9
<i>di cui:</i>							
Agricoltura e pesca	-1,4	-1,5	0,7	-1,4	-0,6	0,2	-0,6
Industria	1,4	-0,9	0,1	-0,5	-0,8	-1,4	-1,7
Escluse le costruzioni	0,3	-0,2	0,3	-0,2	-0,4	-1,0	-1,4
Costruzioni	4,0	-2,4	-0,4	-1,2	-1,5	-2,2	-2,6
Servizi	2,1	1,5	0,5	0,3	0,1	0,0	-0,6
Commercio e trasporti	1,9	1,3	0,7	0,1	0,0	-0,4	-1,0
Finanziari e alle imprese	4,0	2,5	1,2	0,2	0,1	-0,6	-1,0
Amministrazione pubblica ¹⁾	1,3	1,2	0,0	0,6	0,1	0,6	0,0

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

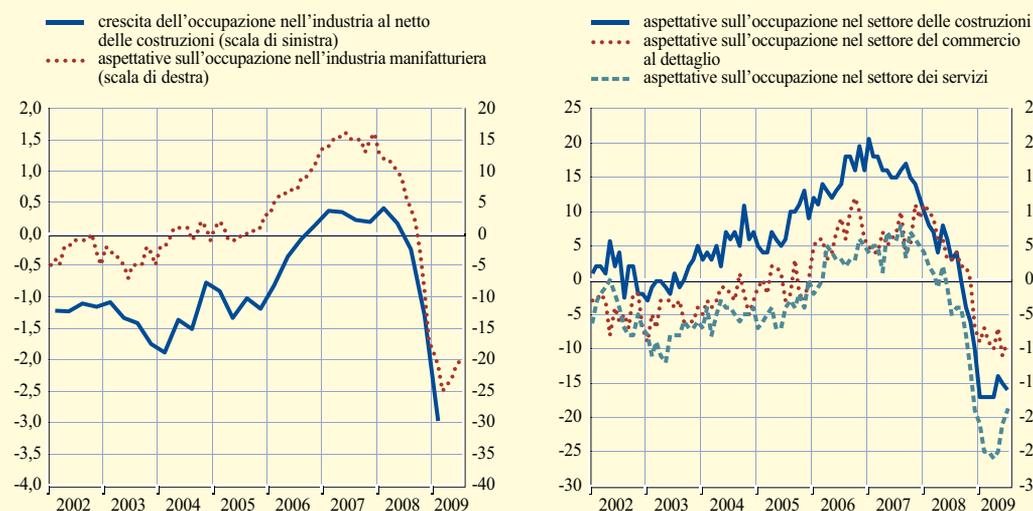
1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

A seguito del netto calo dell'attività, la produttività del lavoro (misurata in termini di prodotto per occupato) ha evidenziato una flessione sostanziale nel primo trimestre del 2009, pari all'1,7 per cento sul periodo precedente (cfr. figura 30). Tale contrazione è riconducibile per la maggior parte al settore industriale (al netto delle costruzioni), dove la produttività si è ridotta del 7,4 per cento (sul periodo precedente). In prospettiva, la produttività dovrebbe mostrare un recupero nell'ultima parte dell'anno per l'effetto congiunto di ulteriori cali dell'occupazione e di una flessione meno accentuata dell'attività.

Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è salito al 9,4 per cento in giugno (cfr. figura 31), un aumento di 0,1 punti percentuali rispetto al mese precedente. L'aumento ha riguardato tutti i paesi

Figura 29 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

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

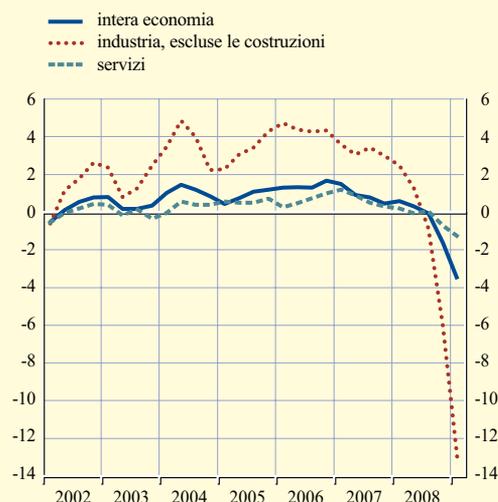


Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

Nota: i saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media.

Figura 30 Produttività del lavoro

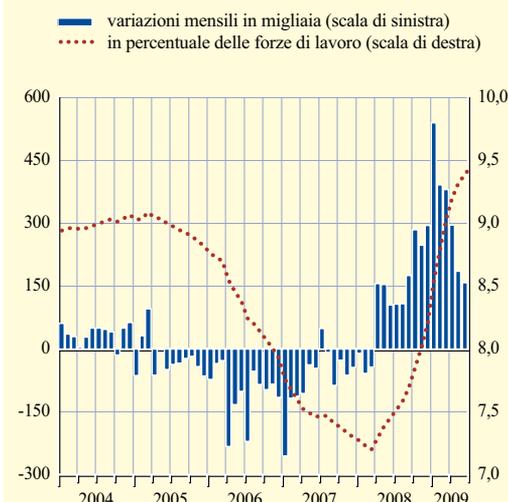
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 31 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

dell'area. In prospettiva, i bassi livelli di fiducia e gli effetti ritardati del calo dell'attività economica suggeriscono ulteriori incrementi della disoccupazione.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

I risultati delle recenti indagini sull'attività economica nell'area dell'euro indicano una chiara diminuzione del ritmo di contrazione. Tuttavia, l'attività dovrebbe rimanere debole nella parte restante del 2009. Guardando al prossimo anno, dopo una fase di stabilizzazione, ci si attende una graduale ripresa con tassi di crescita trimestrali di segno positivo. Le significative azioni di stimolo adottate in tutte le principali aree economiche dovrebbero sostenere la crescita sia nell'area dell'euro che a livello mondiale.

I rischi relativi a queste prospettive per l'attività economica rimangono bilanciati. In senso positivo vi possono essere effetti più forti del previsto originati dagli ampi stimoli macroeconomici in corso e da altre misure di politica economica adottate. Inoltre, il clima di fiducia potrebbe migliorare più rapidamente di quanto atteso al momento. In senso opposto permangono timori circa interazioni negative più consistenti o più protratte tra l'economia reale e le turbolenze nei mercati finanziari, ulteriori incrementi dei prezzi del petrolio e di altre materie prime, l'intensificarsi delle pressioni protezionistiche, condizioni più sfavorevoli del previsto nel mercato del lavoro e, infine, sviluppi avversi nell'economia mondiale derivanti da una correzione disordinata degli squilibri internazionali.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

Nonostante alcune oscillazioni, da fine aprile l'euro si è moderatamente apprezzato in termini effettivi nominali. Ciò costituisce in larga misura la risultante di un rafforzamento sul dollaro statunitense e lo yen giapponese, che è stato in parte controbilanciato da un indebolimento nei confronti della sterlina britannica.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 5 agosto il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 21 importanti partner commerciali dell'area – era superiore dell'1,7 per cento al livello di fine aprile e prossimo alla media del 2008 (cfr. figura 32). L'apprezzamento della moneta unica da fine aprile riflette in larga misura un rafforzamento sul dollaro statunitense e lo yen giapponese, che è stato in parte controbilanciato dall'indebolimento nei confronti della sterlina britannica.

Dopo un forte apprezzamento in maggio, che potrebbe avere riflesso la minore domanda di divise percepite come "rifugio" quali il dollaro statunitense, l'euro si è deprezzato nella prima parte di giugno, ed è rimasto sostanzialmente stabile nel periodo successivo.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

La generale stabilità dell'euro sul dollaro statunitense tra i primi di giugno e la fine di luglio ha fatto seguito a una fase di forte apprezzamento in maggio, che potrebbe essere connessa all'ulteriore calo della volatilità implicita e all'aumento dei corsi azionari con il conseguente aumento della propensione al rischio tra gli investitori. Agli inizi di agosto la moneta unica ha ripreso a rafforzarsi rispetto alla divisa statunitense e il 5 del mese è stata scambiata a 1,44 dollari, un livello superiore dell'8,5 per cento a quello di fine aprile ma ancora inferiore del 2 per cento alla media del 2008 (cfr. figura 33).

YEN GIAPPONESE/EURO

Gli andamenti dell'euro rispetto allo yen giapponese hanno sostanzialmente rispecchiato quelli della moneta unica nei confronti del dollaro

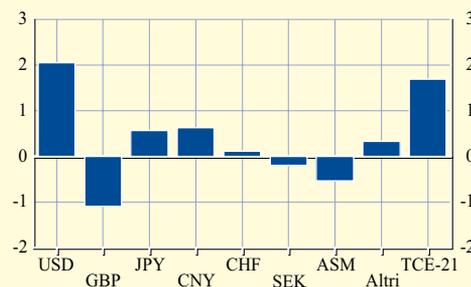
Figura 32 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti¹⁾

(dati giornalieri)



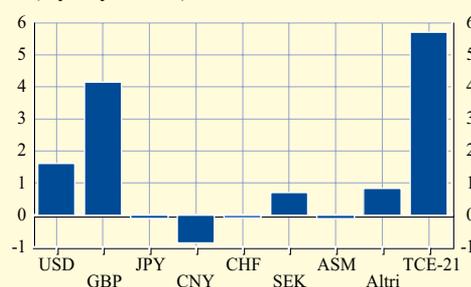
Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale²⁾

Dal 30 aprile 2009 al 5 agosto 2009
(in punti percentuali)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale²⁾

Dal 3 gennaio 2005 al 5 agosto 2009
(in punti percentuali)



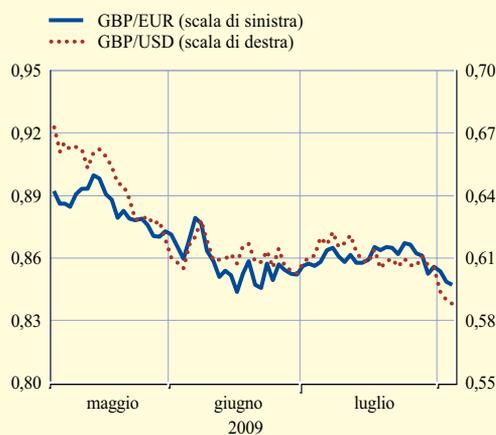
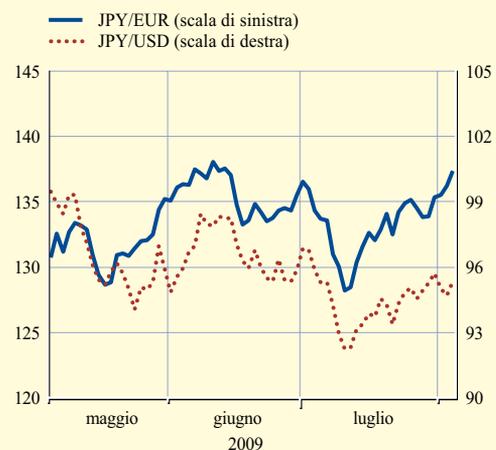
Fonte: BCE.

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.

Figura 33 Tassi di cambio

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

statunitense. La generale stabilità dell'euro sullo yen da giugno ha fatto seguito a un periodo (comprendente la seconda metà di aprile e maggio) di considerevole rafforzamento. Il 5 agosto la moneta unica era quotata a 137,4 yen, un valore superiore di circa il 5,4 per cento a quello di fine aprile (cfr. figura 33) e inferiore di circa il 10 per cento alla media del 2008.

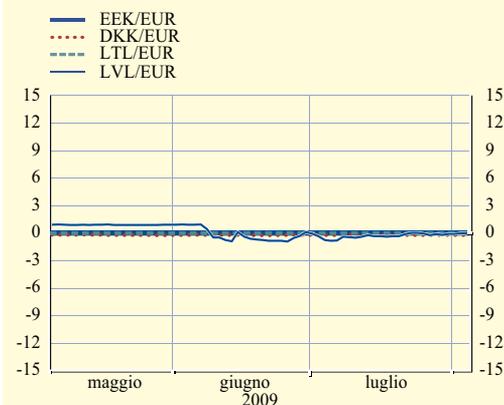
VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Negli ultimi tre mesi gran parte delle valute all'interno degli AEC II si è mantenuta generalmente stabile su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali (cfr. figura 34). Dopo l'approvazione di un bilancio ispirato a principi di austerità a metà giugno, il lat lettone è rimasto all'interno della metà inferiore della banda di oscillazione dell'1 per cento fissata unilateralmente, e il 5 agosto era prossimo alla sua parità centrale.

Per quanto concerne le divise degli altri Stati membri dell'UE che non partecipano agli AEC II, in luglio il deprezzamento dell'euro sulla sterlina britannica si è arrestato. Ciò potrebbe essere riconducibile alla pubblicazione di dati sul prodotto inferiori alle attese degli operatori. Il 5 agosto la moneta unica era scambiata a 0,85

Figura 34 Tassi di cambio negli AEC II

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



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

sterline, un livello inferiore del 5,2 per cento a quello di fine aprile ma superiore del 6,4 per cento alla media del 2008. Negli ultimi tre mesi l'euro si è deprezzato sulla corona ceca, il fiorino ungherese e lo zloty polacco (rispettivamente del 2,8, 7,8 e 6,8 per cento).

ALTRE VALUTE

Tra la fine di aprile e il 5 di agosto l'euro si è leggermente apprezzato sul franco svizzero, pur in presenza di alcune ampie oscillazioni. Gran parte dell'apprezzamento ha avuto luogo a fine giugno (circa il 2 per cento in tre giorni), facendo seguito alle segnalazioni di interventi della Banca nazionale svizzera sui mercati valutari. Il 5 agosto la moneta unica è stata scambiata a circa 1,53 franchi, un livello superiore dell'1,7 per cento rispetto a fine aprile ma inferiore del 3,5 per cento alla media del 2008. Tra la fine di aprile e il 5 agosto l'euro si è indebolito sia sul dollaro canadese sia su quello australiano (perdendo rispettivamente l'1,8 e il 5,9 per cento).

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

In maggio 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) 125,1 miliardi di euro, pari a circa l'1,4 per cento del PIL. Se si considerano gli andamenti più recenti, la significativa contrazione dell'interscambio osservata dall'intensificarsi della crisi finanziaria nel settembre 2008 sembra essersi moderata, soprattutto dal lato delle esportazioni. Per quanto riguarda il conto finanziario, nei dodici mesi fino a maggio gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti per 418,1 miliardi di euro in quanto gli afflussi netti per investimenti di portafoglio sono stati superiori ai deflussi netti per investimenti diretti.

INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

Nei tre mesi fino a maggio il conto corrente dell'area dell'euro ha registrato (in termini destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi) un disavanzo mensile medio di 5,7 miliardi di euro, contro i 16,4 miliardi del precedente periodo di tre mesi terminante in febbraio. Il calo va ricondotto principalmente al passaggio da un disavanzo a un avanzo nel conto dei beni e al minore disavanzo in quello dei redditi (cfr. tavola 7).

La significativa contrazione dell'interscambio osservata dall'intensificarsi della crisi finanziaria nel settembre 2008 sembra essersi lievemente moderata. Nei tre mesi fino a maggio le esportazioni di beni e servizi sono scese del 4,8 per cento in valore, contro il 12,2 per cento del precedente periodo di tre mesi. Questa moderazione è principalmente ascrivibile alla componente dei beni, il cui calo nei tre mesi fino a maggio (5,0 per cento) è stato inferiore di quasi 10 punti percentuali rispetto al periodo precedente. Le esportazioni dei servizi sono invece diminuite del 4,3 per cento. Anche le importazioni di beni e servizi hanno visto scendere il tasso di contrazione nei tre mesi fino a maggio (al 7,9 per cento, contro il 10,4 dei tre mesi fino a febbraio), sebbene in misura inferiore rispetto alle esportazioni.

La scomposizione dell'interscambio di beni dell'area in volumi e prezzi, disponibile fino ad aprile, mostra che il minor calo delle importazioni e delle esportazioni in valore è riconducibile agli andamenti sia dei volumi sia dei prezzi dei beni scambiati. Una disaggregazione geografica evidenzia che le esportazioni verso la Cina, le altre economie asiatiche emergenti e i paesi dell'OPEC hanno recentemente mostrato segnali di ripresa, in termini sia di valore sia di volume. Allo stesso tempo le esportazioni verso gli Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale si sono stabilizzate in termini di volume. Le esportazioni totali verso l'esterno dell'area dell'euro restano tuttavia moderate, principalmente a causa della minore dinamica dei flussi verso i paesi sviluppati. In termini di cate-

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	2009 apr.	2009 mag.	Medie mobili di 3 mesi dati a fine			Dati cumulati sui 12 mesi a fine		
			2008 ago.	2008 nov.	2009 feb.	2009 mag.	2009 mag.	
<i>Miliardi di euro</i>								
Conto corrente (saldo)	-6,1	-1,2	-7,6	-11,9	-16,4	-5,7	-21,7	-125,1
Beni (saldo)	2,5	2,9	-1,2	-0,3	-4,0	1,4	32,4	-12,5
Esportazioni	104,1	103,1	134,7	128,4	109,7	104,1	1.564,2	1.430,6
Importazioni	101,7	100,2	135,9	128,7	113,7	102,7	1.531,7	1.443,1
Servizi (saldo)	3,0	2,2	3,5	2,2	2,7	2,0	51,9	31,1
Esportazioni	38,7	38,3	41,9	42,5	40,4	38,7	504,2	490,6
Importazioni	35,7	36,0	38,4	40,4	37,7	36,7	452,3	459,5
Redditi (saldo)	-3,0	1,6	-2,0	-5,5	-6,4	-0,4	-12,3	-42,8
Trasferimenti correnti (saldo)	-8,6	-7,9	-7,9	-8,2	-8,7	-8,8	-93,8	-101,0
Conto finanziario (saldo)¹⁾	-2,5	24,7	21,3	34,3	38,7	30,1	115,6	373,0
Investimenti diretti e di portafoglio	-13,4	59,9	17,9	61,0	20,0	40,5	-17,9	418,1
Investimenti diretti	-4,5	6,1	-12,8	-28,8	-10,6	-6,3	-147,5	-175,5
Investimenti di portafoglio	-9,0	53,8	30,7	89,8	30,5	46,8	129,6	593,6
Azioni	-19,5	7,9	5,9	-13,7	-6,8	10,4	81,1	-12,7
Strumenti di debito	10,5	45,8	24,9	103,5	37,3	36,4	48,4	606,3
Obbligazioni e notes	-22,3	52,3	16,2	24,6	26,2	28,0	147,2	285,1
Strumenti del mercato monetario	32,8	-6,5	8,6	78,9	11,2	8,4	-98,7	321,3
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
Beni e servizi								
Esportazioni	-1,0	-1,0	0,6	-3,2	-12,2	-4,8	8,2	-7,1
Importazioni	-5,0	-0,8	1,3	-3,0	-10,4	-7,9	8,2	-4,1
Beni								
Esportazioni	-1,0	-1,0	1,0	-4,7	-14,6	-5,0	7,6	-8,5
Importazioni	-4,4	-1,4	1,8	-5,4	-11,6	-9,7	7,9	-5,8
Servizi								
Esportazioni	-1,2	-1,1	-0,9	1,7	-5,0	-4,3	10,1	-2,7
Importazioni	-6,9	1,0	-0,2	5,2	-6,6	-2,8	9,1	1,6

Fonte: BCE.

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

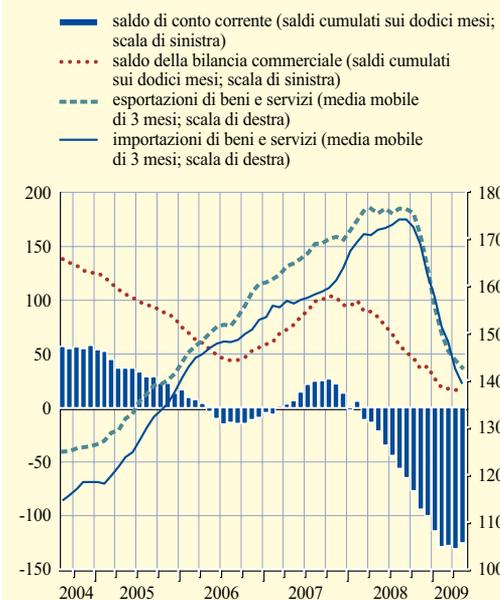
1) I dati riportati sono saldi (flussi netti). Un segno positivo (negativo) sta a indicare un afflusso (deflusso) netto. Dati non destagionalizzati.

gorie merceologiche ampie, le esportazioni di beni di investimento hanno continuato a registrare un significativo calo in volume (scendendo su livelli non più osservati dal 2004) mentre quelle di beni di consumo e intermedi si sarebbero stabilizzate. Nello stesso periodo le importazioni hanno continuato a scendere notevolmente, soprattutto nelle categorie dei beni intermedi e di investimento.

In un'ottica di lungo periodo, a maggio 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) 125,1 miliardi di euro (pari a circa l'1,4 per cento del PIL). Il peggioramento rispetto ai 21,7 miliardi di un anno prima va ricondotto al passaggio da avanzo a disavanzo del conto dei beni, oltre che al minore avanzo dei servizi e al maggiore disavanzo dei redditi e dei trasferimenti correnti. In maggio i beni hanno registrato un disavanzo cumulato su dodici mesi pari a 12,5 miliardi di euro, contro un avanzo di 32,4 miliardi un anno prima, principalmente a causa degli elevati prezzi all'importazione dei beni energetici osservati nell'estate 2008. Nello stesso periodo l'avanzo nei servizi è sceso a 31,1 miliardi di euro (dai 51,9 di un anno prima) e il disavanzo nei redditi è salito da 12,3 a 42,8 miliardi (in larga misura per effetto dei minori introiti). Infine, il disavanzo nei trasferimenti correnti è aumentato solo lievemente, passando da 93,8 a 101,0 miliardi (cfr. figura 35).

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

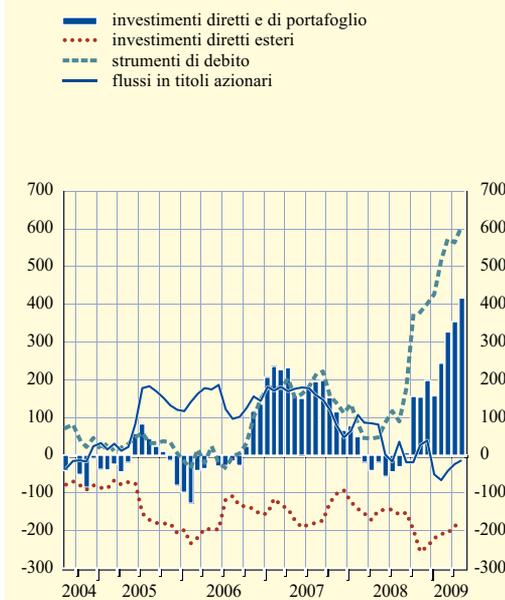
(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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



Fonte: BCE.

CONTO FINANZIARIO

Nei tre mesi fino a maggio gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi mensili netti medi per 40,5 miliardi di euro, contro afflussi netti per 20,0 miliardi nei tre mesi precedenti (cfr. tavola 7 e figura 36). Ciò va ricondotto principalmente agli investimenti in titoli azionari, che nei tre mesi fino a maggio hanno registrato afflussi netti medi per 10,4 miliardi (contro deflussi netti per 6,8 miliardi nei tre mesi fino a febbraio). Tale andamento, trainato dal fatto che gli acquisti netti di azioni dell'area da parte di non residenti sono tornati positivi, è ascrivibile soprattutto agli investimenti da parte di soggetti diversi dalle IFM e potrebbe essere stato favorito da un'attenuazione della preferenza degli investitori per le attività più liquide e a breve termine. Allo stesso tempo gli investimenti netti in strumenti di debito sono rimasti sostanzialmente invariati, registrando afflussi netti per 36,4 miliardi di euro (di cui 28 miliardi per obbligazioni e notes) nei tre mesi fino a maggio. La scomposizione geografica degli investimenti di portafoglio, disponibile fino al primo trimestre, indica che le vendite nette di titoli esteri da parte di investitori dell'area dell'euro hanno riguardato principalmente le emissioni dei centri finanziari *offshore*, del Regno Unito e del Giappone. Nel contempo, gli acquisti netti si sono concentrati sui titoli collocati da istituzioni dell'UE e dai paesi emergenti.

Per quanto concerne gli investimenti diretti, nei tre mesi fino a maggio è stata osservata una ripresa sia degli investimenti all'estero da parte dei residenti dell'area sia di quelli nell'area da parte dei non residenti, il che potrebbe segnalare strategie globali di consolidamento dei mercati. Benché in lieve aumento, i secondi restano inferiori ai primi: di conseguenza, nel periodo considerato il conto degli investimenti diretti ha registrato deflussi netti per 6,3 miliardi di euro (contro 10,6 miliardi nel precedente periodo di tre mesi). La scomposizione geografica degli investimenti diretti, disponibile fino al primo trimestre, mostra che i deflussi maggiori si sono indirizzati verso gli Stati Uniti, il

Regno Unito e le economie emergenti. Gli afflussi più consistenti sono invece provenuti dai centri finanziari *offshore* e dal Canada.

Nei dodici mesi fino a maggio gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti per 418,1 miliardi di euro (contro deflussi netti per 17,9 miliardi un anno prima), grazie soprattutto ai maggiori flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio (cfr. figura 36). La scomposizione degli investimenti di portafoglio per principali categorie di strumenti mostra che tali sviluppi sono riconducibili in larga parte agli afflussi netti nel comparto del mercato monetario. Più in particolare, nei dodici mesi fino a maggio i flussi netti in entrata per strumenti del mercato monetario sono saliti a 321,3 miliardi di euro (contro flussi netti in uscita per 98,7 miliardi un anno prima). Ciò è probabilmente connesso in larga misura alla dinamica della crisi finanziaria. La forte volatilità sui mercati dei capitali, il livello eccezionalmente elevato di incertezza e le prospettive fosche per l'economia mondiale hanno indotto gli investitori a preferire non soltanto la qualità e la sicurezza, ma anche attività più liquide e a breve termine. Allo stesso tempo, l'evoluzione degli investimenti diretti nell'anno trascorso sembra segnalare un generale aumento della preferenza per le attività emesse sull'interno (*home bias*). Nonostante la ripresa recente, nei dodici mesi fino a maggio il conto degli investimenti diretti ha evidenziato un sensibile calo dei flussi dal lato sia delle attività sia delle passività rispetto a un anno prima. Gli investimenti esteri nell'area hanno tuttavia registrato una flessione maggiore rispetto a quelli dell'area all'estero e ciò ha determinato deflussi netti cumulati su dodici mesi pari a 175,5 miliardi di euro in maggio, contro 147,5 miliardi un anno prima.

Per quanto concerne infine la posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro, le statistiche relative al primo trimestre evidenziano un aumento della posizione debitoria netta (al 21,6 per cento del PIL), che ha riflesso principalmente gli ulteriori afflussi netti per investimenti di portafoglio nell'area.

IL FINANZIAMENTO PER L'ACQUISTO DI ABITAZIONI NELL'AREA DELL'EURO

L'evoluzione del finanziamento per l'acquisto di abitazioni costituisce una componente importante nelle analisi condotte dalla BCE, in particolare quelle riguardanti la trasmissione della politica monetaria, gli andamenti della moneta e il monitoraggio dell'integrazione dei mercati finanziari. Questo articolo presenta una panoramica degli sviluppi rilevanti che hanno interessato il finanziamento per l'acquisto di abitazioni dal 1999, con riferimento sia all'erogazione dei prestiti alle famiglie, sia ai modi in cui le banche hanno finanziato tali prestiti. La crescita dei mutui ipotecari è stata sostenuta nel periodo 1999-2007, determinando un aumento dell'indebitamento delle famiglie, ma ha iniziato a rallentare dal 2006 ed è risultata molto contenuta nel 2008. Mentre le caratteristiche dei prestiti immobiliari continuano a differire fra i paesi dell'area dell'euro, tra il 1999 e il 2007 nella maggior parte di questi è stato osservato un incremento del finanziamento sul mercato, anche con l'uso di cartolarizzazioni. Tuttavia, a seguito della recente crisi finanziaria questa tendenza si è in parte invertita e vi è stato un ritorno delle banche al canale di raccolta più tradizionale basato sui depositi. L'aumento dell'onere per interessi delle famiglie dovuto al maggiore indebitamento tende a rafforzare la trasmissione della politica monetaria, mentre il finanziamento sul mercato delle IFM agisce in direzione opposta. Infine, malgrado il processo di deregolamentazione e liberalizzazione dei mercati finanziari degli ultimi venti anni, che ha condotto a una maggiore disponibilità di prodotti ipotecari, il permanere di differenze tra le caratteristiche di questi prestiti nei diversi paesi dell'area indica l'esistenza di un ulteriore potenziale di integrazione del mercato dei mutui.

I INTRODUZIONE

L'osservazione e la valutazione degli andamenti del finanziamento per l'acquisto di abitazioni svolgono un ruolo importante nelle analisi condotte dalla BCE e dall'Eurosistema. L'acquisto di una casa rappresenta infatti la principale transazione finanziaria generalmente affrontata da una famiglia nel corso della sua esistenza e i prestiti contratti a tal fine costituiscono di gran lunga la maggiore passività nel bilancio di questo settore¹⁾. Nell'area dell'euro, i mutui ipotecari sono per lo più erogati dal settore bancario e, a livello aggregato, rappresentano circa un terzo dei prestiti totali concessi dalle IFM²⁾. In linea di massima, le aree di interesse della BCE in relazione a questa tipologia di finanziamenti sono almeno tre.

La prima attiene al ruolo diretto svolto dal finanziamento ipotecario nella trasmissione dei cambiamenti di politica monetaria alla spesa aggregata, tramite gli investimenti nell'edilizia residenziale e i consumi privati. Tale ruolo è in parte più o meno ampio a seconda che il tasso di interesse applicato al mutuo sia fisso o variabile, poiché nel secondo caso la trasmissione sarà in linea di principio più veloce.

La seconda si iscrive in un'analisi monetaria di più ampio respiro, ai fini della quale risulta importante conoscere gli andamenti dei mutui ipotecari per determinare la natura delle dinamiche monetarie: ad esempio rileva sapere se la forte espansione dei prestiti e dell'indebitamento vada ricondotta a effetti ciclici o strutturali, e/o se abbia determinanti nei fondamentali economici.

Infine, la terza area di interesse riguarda le differenze tra paesi relative ai termini, alle prassi e alle istituzioni competenti in materia di finanziamento ipotecario, nella misura in cui queste incidono sul grado di integrazione del sistema finanziario dell'area dell'euro. Nella prospettiva della politica monetaria, una più stretta integrazione dei mercati ipotecari – a livello sia di caratteristiche dei mutui sia del modo di finanziarli – promuoverebbe in linea di massima una maggio-

1) I dati riportati nell'articolo sono tratti prevalentemente dall'Occasional Paper della BCE n. 101, 2009, *Housing finance in the euro area*, curato da una task force del Comitato per la Politica Monetaria del SEBC.

2) In questo articolo i termini "prestiti immobiliari", "prestiti per l'acquisto di abitazioni" e "mutui ipotecari" sono utilizzati come sinonimi. L'analisi su cui si basa l'articolo si riferisce al periodo 1999-2008 e non include la Slovacchia.

re convergenza nel ritmo e nel vigore con cui la politica monetaria si trasmette all'economia reale e al livello dei prezzi nei diversi paesi.

La crisi del settore immobiliare iniziata negli Stati Uniti e sfociata in una crisi finanziaria internazionale ha portato in primo piano queste tre aree di interesse. Nell'area dell'euro gli andamenti sono stati caratterizzati dal sostanziale calo dei prezzi in alcuni mercati degli immobili residenziali, dalle sfavorevoli prospettive di reddito delle famiglie e dalle crescenti difficoltà di accesso delle banche ai mercati obbligazionari per finanziare i mutui ipotecari, sollevando interrogativi circa l'attuale forza di questo canale di trasmissione della politica monetaria, nonché sulla sostenibilità dei correnti livelli di indebitamento.

L'analisi e la valutazione degli andamenti del finanziamento per l'acquisto di abitazioni richiedono una conoscenza approfondita della loro evoluzione nel tempo e delle differenze fra i paesi. Questo articolo analizza gli sviluppi che hanno interessato i mutui ipotecari concessi alle famiglie e il modo in cui le banche hanno finanziato tali prestiti. La sezione 2 esamina le dinamiche del debito ipotecario e dei prestiti per l'acquisto di abitazioni dall'inizio della Terza fase dell'UEM (1999-2007) e descrive le caratteristiche principali di questi strumenti; la sezione 3 riguarda invece il modo con cui le banche hanno finanziato la crescita dei mutui ipotecari. Nella sezione 4 infine sono riportate alcune conclusioni. Ove possibile, l'analisi è estesa agli andamenti del finanziamento per l'acquisto di abitazioni successivi al 2007.

2 ANDAMENTI DEI PRESTITI PER L'ACQUISTO DI ABITAZIONI E FATTORI SOTTOSTANTI

Nei paesi dell'area dell'euro i finanziamenti alle famiglie provengono prevalentemente dal settore delle IFM, di riflesso a un sistema finanziario improntato essenzialmente sull'intermediazione bancaria. Ciò vale anche per i prestiti destinati all'acquisto di abitazioni, di cui oltre il 90 per

cento delle consistenze è ascrivibile alle IFM dell'area. Nell'ultimo decennio, inoltre, la quota di mercato ipotecario detenuta da istituzioni diverse dalle IFM, soprattutto società di assicurazione, si è contratta, anche nei paesi dell'area (Belgio, Germania e Paesi Bassi) in cui storicamente queste hanno svolto un ruolo significativo nella concessione di prestiti immobiliari. Il resto dell'articolo pertanto riguarda i prestiti per l'acquisto di abitazioni erogati dalle IFM alle famiglie dell'area dell'euro³⁾. La presente sezione ne descrive la dinamica dal 1999, delineando dapprima l'evoluzione del periodo 1999-2007 e poi gli andamenti più recenti del 2008. Esamina quindi i fattori che hanno contribuito alle tendenze osservate nel periodo considerato e descrive infine le principali caratteristiche dei mutui nei paesi dell'area dell'euro.

2.1 ANDAMENTI DEI PRESTITI PER L'ACQUISTO DI ABITAZIONI DAL 1999

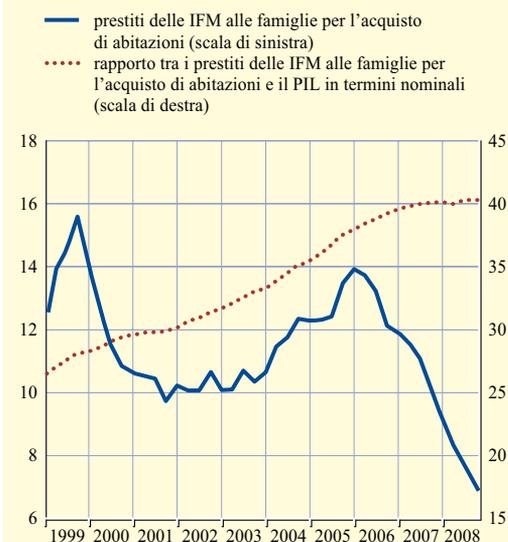
Il debito ipotecario rappresenta senza dubbio la principale componente del passivo delle famiglie dell'area dell'euro: alla fine del 2008 esso costituiva circa il 70 per cento delle passività finanziarie totali del settore. Considerando specificatamente i prestiti erogati dalle IFM alle famiglie, la quota dei mutui ipotecari sull'indebitamento totale del settore ha registrato un andamento crescente e ha raggiunto il 72 per cento nel 2008, con un aumento di circa 20 punti percentuali dagli inizi degli anni novanta.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei mutui ipotecari erogati dalle IFM alle famiglie dell'area dell'euro si è mantenuto su valori a due cifre durante tutto il periodo 1999-2007, con un tasso di crescita medio annuo dell'11½ per cento (cfr. figura 1). Due massimi ciclici sono riscontrabili in questo periodo. Il primo, raggiunto nel quarto trimestre del 1999, va ricondotto al boom della "nuova economia" e a condizioni di finanziamento favorevoli. Il secondo, registra-

3) Va notato che nell'area dell'euro l'offerta di mutui ipotecari su base transfrontaliera è molto limitata e rappresenta solo una percentuale modesta del credito ipotecario totale.

Figura 1 Crescita e livello dei prestiti delle IFM alle famiglie per l'acquisto di abitazioni nell'area dell'euro

(variazioni percentuali annue; percentuali; dati non corretti per gli effetti stagionali e di calendario)



Fonti: BCE ed Eurostat.

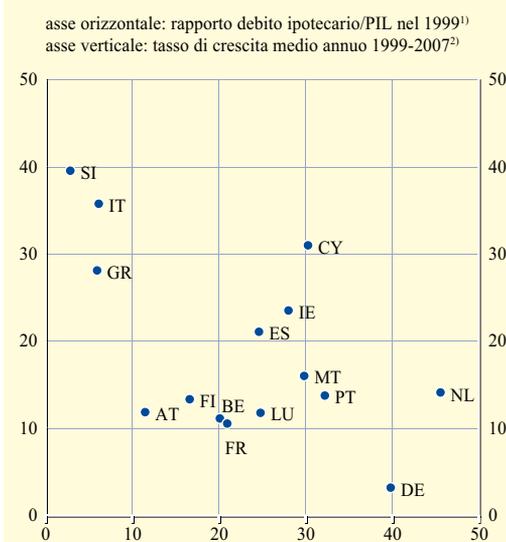
Nota: i prestiti delle IFM alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono corretti per i prestiti cancellati dal bilancio statistico delle IFM a seguito di vendite o cartolarizzazioni. Non essendo disponibile una scomposizione per settore e per destinazione dei prestiti cancellati dal bilancio, si assume che questi si riferiscano nella loro totalità a prestiti concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni.

to nel primo trimestre del 2006, è stato seguito da un graduale inasprimento delle condizioni di finanziamento e da un rallentamento della crescita dei prezzi dell'edilizia residenziale, che in alcuni paesi dell'area hanno persino segnato un decremento. Al di là degli andamenti ciclici, si osserva che la dinamica sostenuta dei mutui ipotecari durante questo periodo ha accresciuto significativamente l'indebitamento delle famiglie dell'area riferibile ai prestiti per l'acquisto di abitazioni, che da circa il 25 per cento del PIL nominale all'inizio del 1999 è salito al 40 per cento nell'ultimo trimestre del 2007.

Sebbene questa espansione del debito ipotecario abbia interessato tutti i paesi dell'area dell'euro, l'entità dell'aumento è stata alquanto variabile. Ciò rispecchia in parte i diversi livelli di indebitamento iniziali delle famiglie, per cui in alcuni paesi che registravano un modesto debito ipotecario all'inizio del periodo, quali la Slovenia e la

Figura 2 Crescita e livello iniziale dei prestiti delle IFM alle famiglie per l'acquisto di abitazioni nei paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali annue; percentuali; dati non corretti per gli effetti stagionali e di calendario)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Nota: cfr. la nota alla figura 1.

1) Il rapporto tra i prestiti delle IFM alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e il PIL è calcolato sulla base del primo trimestre 1999, eccetto che per Cipro (quarto trimestre 2005), Malta (primo trimestre 2005) e Slovenia (primo trimestre 2004). I dati relativi alle consistenze dei prestiti soggetti a *derecognition* nel primo trimestre 1999 non sono disponibili per tutti i paesi; tuttavia, le distorsioni che potrebbero conseguire sono relativamente marginali data la ridotta attività di cartolarizzazione nell'area dell'euro all'epoca. Il rapporto relativo al Lussemburgo rappresenta una sovrastima del livello di indebitamento delle famiglie residenti nel paese, dovuta al cospicuo ammontare di prestiti a residenti di altri paesi dell'area dell'euro.

2) Il tasso di crescita medio annuo è calcolato sul periodo compreso fra il 1999 e il 2007, eccetto che per Cipro (2006-07), Malta (2005-07) e Slovenia (2004-07). Nel caso dell'Italia, il tasso presenta una distorsione verso l'alto dovuta alla mancanza di dati sui rimborsi dei prestiti cancellati dal bilancio; senza operare le necessarie correzioni per i prestiti soggetti a *derecognition*, questo tasso sarebbe pari al 18% nel periodo 1999-2007.

Grecia, i mutui ipotecari concessi dalle IFM hanno registrato tassi di crescita medi annui molto elevati (superiori al 25 per cento; cfr. figura 2). Queste dinamiche riflettono un processo di convergenza del livello di indebitamento verso un nuovo punto di equilibrio, anche se è possibile che quest'ultimo venga superato nel corso del processo di adeguamento (*overshooting*). Per quanto difficile, l'individuazione a livello empirico di questo "punto di equilibrio" costituisce uno degli aspetti dell'analisi monetaria di ampio respiro svolta dalla BCE. A riguardo, nel contesto di vigorosa espansione monetaria che ha caratterizzato il periodo 2005-07, l'eccezionale

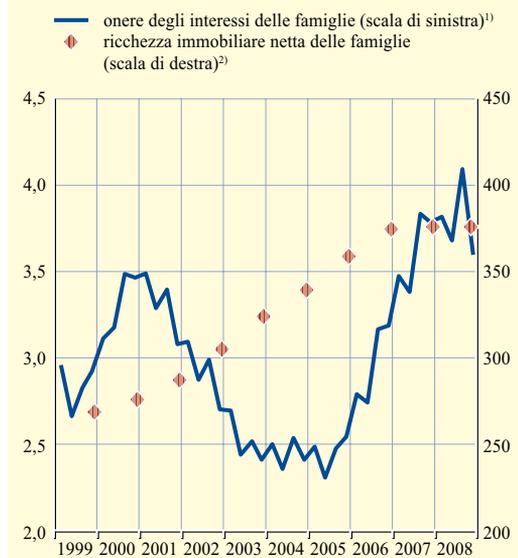
dinamica di crescita dei mutui concessi dalle IFM in alcuni paesi dell'area ha segnalato un accumulo di squilibri. Questi ultimi non si sono necessariamente manifestati nei prezzi al consumo. Tuttavia si sono tradotti in un aumento dei prezzi delle attività, in particolare delle abitazioni.

Per quanto il maggiore indebitamento delle famiglie possa essere considerato come una normale reazione all'allentamento dei vincoli al credito e al perdurante calo sia dell'inflazione sia dei costi di finanziamento nominali e reali, esso può avere significative implicazioni sul piano macroeconomico. Una conseguenza di rilievo è che le variazioni dei tassi di interesse, come quelle decise dalla politica monetaria, avranno effetti più ampi sulla componente discrezionale della spesa delle famiglie. Se da un lato ciò esprime un rafforzamento del canale di trasmissione della politica monetaria che opera tramite gli interventi sui tassi di interesse, dall'altro implica anche un'amplificazione dell'impatto sulla spesa per consumi delle variazioni dei tassi non legate alla politica monetaria (ma, ad esempio, alle tensioni nei mercati finanziari) e delle fluttuazioni del reddito corrente e atteso. La figura 3 mostra che nell'area dell'euro, sebbene l'onere per il servizio del debito in rapporto al reddito disponibile lordo delle famiglie sia salito dal 2,9 per cento nel primo trimestre del 1999 al 3,6 per cento nel quarto trimestre del 2008, l'aumento è stato molto più moderato rispetto a quello del livello di indebitamento. Inoltre, l'incremento non è stato continuo nell'arco del periodo, poiché l'onere per interessi è diminuito tra il 2001 e la metà del 2005 a seguito della flessione dei tassi di interesse e della loro successiva stabilizzazione. Dalla fine del 2005, per contro, il graduale venir meno dell'orientamento accomodante della politica monetaria si è riflesso in un nuovo andamento al rialzo dell'onere per il servizio del debito, interrotto successivamente dalla decisa riduzione dei tassi di riferimento nell'ultimo trimestre del 2008.

All'aumento dell'indebitamento legato ai mutui ipotecari ha corrisposto una maggiore ricchezza immobiliare delle famiglie. Nonostante il forte innalzamento dei livelli di indebitamento

Figura 3 Onere degli interessi e ricchezza immobiliare netta delle famiglie nell'area dell'euro

(in percentuale del reddito disponibile lordo delle famiglie; dati non corretti per gli effetti stagionali e di calendario)



Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Include l'insieme degli esborsi per interessi effettuati dalle famiglie, indipendentemente dalla destinazione del prestito sottostante.

2) Differenza tra la ricchezza immobiliare delle famiglie (al netto dell'ammortamento) e i prestiti delle IFM alle famiglie per l'acquisto di abitazioni corretti per i prestiti soggetti a *derecognition* (cfr. la nota alla figura 1).

dal 1999, la ricchezza immobiliare netta delle famiglie (data dalla ricchezza immobiliare al netto dei mutui ipotecari) si è accresciuta. L'andamento va ricondotto agli effetti di valutazione generati dalla robusta dinamica dei prezzi degli immobili residenziali durante quasi tutto il periodo, nonché al fatto che nei paesi dell'area l'acquisto di una casa implica di norma il versamento di una parte di fondi propri a integrazione del finanziamento ottenuto (in altri termini, solitamente il rapporto fra l'ammontare del prestito e il valore dell'immobile è ampiamente inferiore al 100 per cento)⁴⁾.

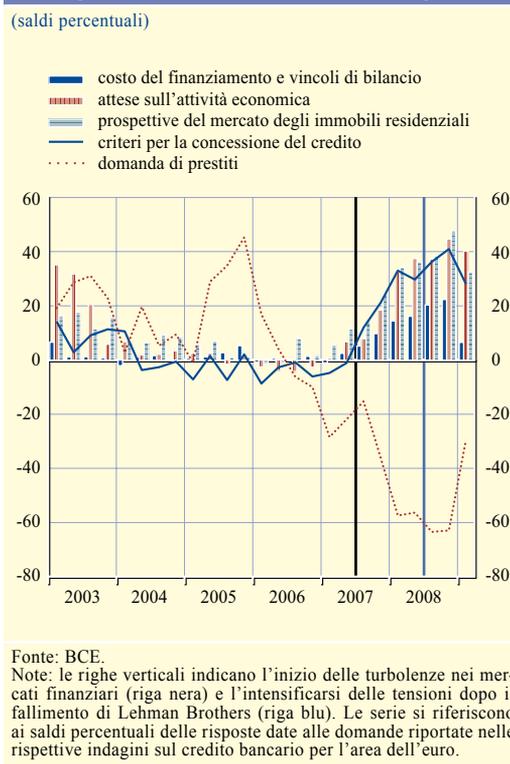
Seguire gli andamenti dei livelli di indebitamento, dell'onere per il servizio del debito e della ricchezza netta delle famiglie risulta fon-

4) Per una disamina degli andamenti della ricchezza immobiliare nell'area dell'euro e della loro correlazione con i consumi privati, si veda l'articolo *Ricchezza immobiliare e consumi privati nell'area dell'euro* nel numero di gennaio 2009 di questo Bollettino.

damentale non solo alla luce delle considerazioni macroeconomiche sopra delineate, ma anche per valutare la vulnerabilità del settore⁵⁾. Tale vulnerabilità ha infatti implicazioni per la stabilità del settore delle IFM, che rappresenta il principale finanziatore delle famiglie. Gli andamenti a livello aggregato tuttavia potrebbero non far trasparire specifiche concentrazioni di rischio, imputabili ad asimmetrie nella distribuzione del debito fra le singole famiglie e a disallineamenti fra i loro livelli di attività e di passività; l'analisi va pertanto integrata da una valutazione dei dati forniti dalle indagini condotte presso le famiglie⁶⁾.

Al momento dello scoppio delle turbolenze finanziarie nell'estate del 2007, la dinamica dei prestiti erogati dalle IFM alle famiglie per l'acquisto di abitazioni mostrava già un profilo discendente, per effetto della decelerazione dei prezzi delle case e dell'aumento dei tassi sui prestiti indotto dal graduale inasprimento della politica monetaria dal dicembre del 2005. Il rapido deterioramento del contesto macroeconomico e il conseguente acuirsi dell'incertezza hanno ulteriormente indebolito la domanda di mutui. Gli andamenti macroeconomici e del mercato degli immobili residenziali hanno altresì inciso negativamente sulla propensione delle istituzioni creditizie ad erogare finanziamenti, determinando un marcato inasprimento dei criteri per la concessione dei prestiti. Tale inasprimento è stato inoltre rafforzato da alcuni fattori specifici alle condizioni del settore bancario, quali i vincoli di bilancio e i problemi di raccolta e di liquidità (cfr. figura 4). Di conseguenza, la moderazione della dinamica dei mutui erogati dalle IFM è proseguita a ritmo inalterato, con tassi di crescita sul periodo corrispondente inferiori ai precedenti minimi ciclici della fine del 2001. In termini nominali, i mutui concessi dalle IFM alle famiglie hanno registrato nel primo trimestre del 2009 il tasso di incremento sul periodo corrispondente più basso dall'inizio della serie nel 1980; tuttavia, in termini reali (usando il deflatore del PIL) il tasso non è sceso ai livelli del 1982 e del 1991. In ogni caso, la debole dinamica mostrata da questi prestiti negli ultimi trimestri va considerata alla luce degli andamenti degli anni

Figura 4 Variazione nei criteri per la concessione di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, fattori che vi hanno contribuito e mutamenti nella percezione della domanda di prestiti



precedenti, durante i quali l'indebitamento delle famiglie ha raggiunto livelli senza precedenti e ha segnato ritmi di crescita eccezionalmente elevati in alcuni paesi dell'area dell'euro. In questa prospettiva, l'attuale debolezza dei mutui ipotecari può essere vista come parte di un necessario riassorbimento di squilibri passati.

2.2 LE DETERMINANTI DEGLI ANDAMENTI DEI PRESTITI PER L'ACQUISTO DI ABITAZIONI

Oltre al livello di indebitamento delle famiglie, gli altri fattori che hanno avuto un chiaro in-

- 5) Una valutazione della vulnerabilità del settore delle famiglie sulla base di questi e di altri indicatori è svolta regolarmente dalla BCE nell'ambito della *Financial Stability Review*.
- 6) Un'analisi dei dati forniti dalle indagini nei paesi dell'area dell'euro è presentata nel riquadro "Distribution of mortgage debt across the population: indications from national household surveys" in *Housing finance in the euro area*, Occasional Paper della BCE, n. 101, 2009.

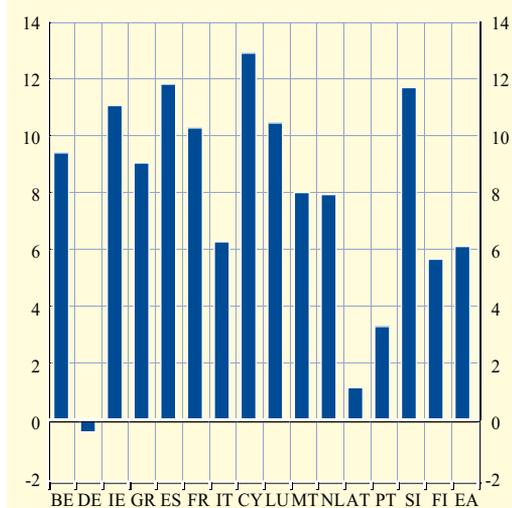
flusso nel determinare le dinamiche dei mutui ipotecari nell'area dell'euro sono stati gli andamenti del mercato residenziale, il contesto macroeconomico (livello e variabilità della crescita del reddito e dell'inflazione, livello dei tassi di interesse), l'evoluzione demografica e il grado di efficienza e di liberalizzazione dei sistemi finanziari. Le differenze esistenti a livello nazionale in questi fattori rappresentano peraltro un elemento fondamentale per capire i divergenti tassi di crescita medi dell'indebitamento delle famiglie nei paesi dell'area.

L'evoluzione del debito ipotecario delle famiglie è strettamente connessa agli andamenti del mercato degli immobili residenziali. Fra il 1999 e il 2007 i prezzi delle abitazioni sono aumentati a un tasso medio annuo del 6,1 per cento nell'area dell'euro, pari a un aumento cumulato di circa il 70 per cento (cfr. figura 5). Notevoli divergenze hanno tuttavia caratterizzato i diversi paesi dell'area: Irlanda e Spagna, ad esempio, hanno registrato una crescita media annua dei prezzi delle abitazioni particolarmente elevata, facendo parimenti osservare un aumento molto consistente dei mutui ipotecari; in Germania invece i prezzi delle abitazioni sono diminuiti nel periodo considerato dello 0,4 per cento in media d'anno, in linea con una dinamica altrettanto debole dei prestiti. In linea di massima, un aumento dei prezzi immobiliari determina un aumento del fabbisogno finanziario e quindi dell'indebitamento. Inoltre, poiché l'importo finanziabile è vincolato solitamente al valore delle attività offerte in garanzia, un incremento dei prezzi immobiliari accresce il valore delle garanzie offerte dal mutuatario e quindi la sua capacità di indebitamento. Al tempo stesso, la maggiore disponibilità di credito può a sua volta sospingere al rialzo i prezzi delle abitazioni, soprattutto nel breve periodo quando l'offerta immobiliare non può adeguarsi pienamente. L'ipotesi più plausibile è quella di una relazione causale bidirezionale, ma in definitiva la questione resta di natura empirica.

L'ulteriore espansione dell'indebitamento delle famiglie è stata anche favorita dalle condizioni macroeconomiche nei paesi dell'area dell'euro. Nel periodo in esame la crescita del PIL in termi-

Figura 5 Prezzi degli immobili residenziali

(variazioni percentuali; medie annue)



Fonte: BCE.

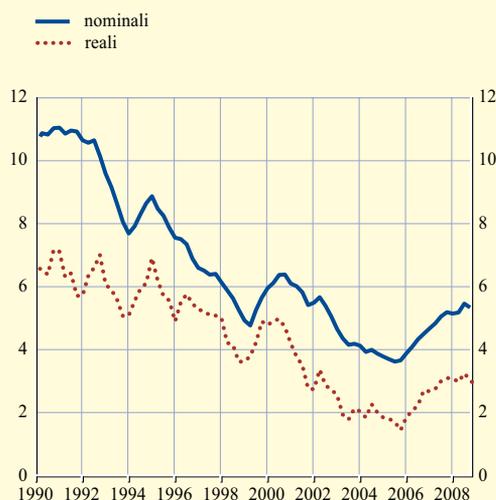
Note: i tassi di crescita medi annui sono calcolati sul periodo compreso fra il 1999 e il 2007, eccetto che per Cipro (2003-07), Lussemburgo (1999-2006), Slovenia (2005-07) e Finlandia (2001-07). La sigla EA indica l'area dell'euro.

ni reali ha registrato una variabilità relativamente modesta, riducendo pertanto l'incertezza sul reddito delle famiglie; inoltre, il livello e la volatilità dei tassi di inflazione, che erano notevolmente diminuiti nel periodo precedente alla Terza fase dell'UEM, sono rimasti contenuti. Questi sviluppi hanno creato i presupposti per un contesto economico stabile, che ha favorito l'accumulo di debito. Tra il 1999 e il 2008 il reddito disponibile reale delle famiglie è inoltre cresciuto a un ritmo relativamente sostenuto, soprattutto in alcuni dei paesi dell'area che hanno registrato un'espansione eccezionalmente elevata dei mutui ipotecari delle famiglie, come Irlanda, Grecia e Spagna. Un aumento del reddito disponibile delle famiglie implica un miglioramento del tenore di vita, che a sua volta accresce la domanda di alloggi, in termini sia quantitativi che qualitativi. Inoltre, livelli di reddito più elevati permettono di sostenere un maggiore onere di rimborso, aumentando la capacità di indebitamento.

Un aspetto degno di nota è che il livello modesto dell'inflazione e la sua bassa volatilità hanno

Figura 6 Tassi di interesse applicati ai prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

(valori percentuali in ragione d'anno)

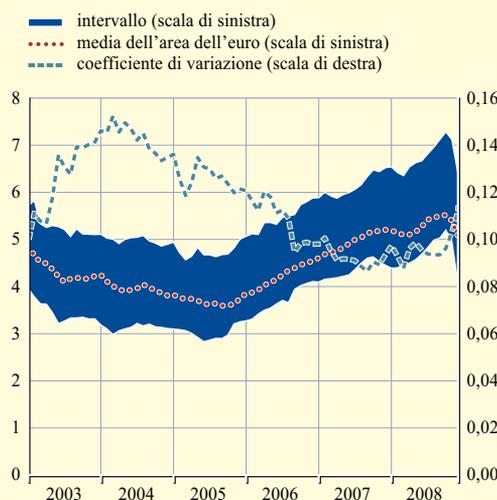


Fonti: BCE e stime della BCE.

Note: il tasso di interesse è un tasso composto sui prestiti per l'acquisto di abitazioni; le singole serie sono ponderate sulla base dei volumi di nuovi contratti. Per la serie dei tassi reali è stato utilizzato il deflatore del PIL.

Figura 7 Dispersione dei tassi di interesse applicati ai prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni tra i paesi dell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Note: il coefficiente di variazione è calcolato dividendo la deviazione standard dei tassi di interesse fra paesi per il tasso di interesse medio dell'insieme dell'area. In ragione di una limitata disponibilità di dati, Cipro, Lussemburgo e Malta non sono inclusi nel calcolo.

notevolmente contribuito a ridurre i tassi di interesse sia nominali che reali. La figura 6 mostra che dal 1999 il costo del debito ipotecario delle famiglie ha raggiunto livelli storicamente contenuti in termini sia nominali che reali, anche se questo generale movimento al ribasso ha subito un'inversione di tendenza dalla fine del 2005, per via del graduale aumento dei tassi di riferimento. I tassi di interesse modesti, rendendo il credito più accessibile, hanno accresciuto la propensione e la capacità delle famiglie a indebitarsi maggiormente. L'impatto di questo fattore è particolarmente evidente in paesi come la Grecia, l'Italia e il Portogallo che, con l'ingresso nell'area dell'euro, sono passati a un regime di tassi di interesse permanentemente più bassi. Nonostante una generale convergenza fra i tassi attivi applicati nei diversi paesi dell'area dell'euro, sussiste un certo grado di dispersione (cfr. figura 7)⁷⁾. È interessante notare che la dispersione dei tassi sui prestiti ipotecari, misurata ad esempio dal loro coefficiente di variazione, si è ridotta nel periodo in cui i tassi di riferimento

sono rimasti sostanzialmente stabili, mentre ha avuto tendenza ad aumentare a seguito della modifica di questi ultimi, in particolare quando le variazioni si sono susseguite rapidamente. Ciò comporta che la velocità di trasmissione delle variazioni dei tassi di riferimento ai tassi sui prestiti è diversa fra i paesi dell'area e che queste differenze potrebbero essere state esacerbate dalle recenti turbolenze nei mercati finanziari⁸⁾.

I fattori demografici, come la crescita della popolazione e la distribuzione per classi di età, influiscono sulla domanda di alloggi e quindi sull'andamento dell'indebitamento delle famiglie. Un aumento della domanda di alloggi dovuto

7) Le differenze fra i tassi di interesse applicati dalle IFM nei paesi dell'area dell'euro e i fattori che ne sono all'origine sono esaminati in *Differences in MFI interest rates across euro area countries*, BCE, 2006.

8) La diversità di trasmissione dei tassi di interesse nei paesi dell'area dell'euro è confermata da analisi empiriche formali; cfr. ad esempio C. Kok Sorensen e T. Werner, *Bank interest rate pass-through in the euro area – a cross country comparison*, Working Paper della BCE n. 580, 2006.

alla crescita demografica si tradurrà in parte in una maggiore domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni, incidendo pertanto sul livello di indebitamento delle famiglie. Tra il 1999 e il 2008 la popolazione dell'area è cresciuta a un tasso medio annuo appena superiore allo 0,4 per cento. Nello stesso periodo, la quota relativa alla popolazione di età compresa fra i 35 e i 44 anni – che viene tipicamente associata all'acquisto della prima casa – è aumentata dal 22 al 24 per cento. In alcuni paesi dell'area, quali Irlanda, Spagna, Cipro e Lussemburgo, la crescita annua della popolazione ha superato in media l'1 per cento, alimentata in parte dai forti afflussi di immigrati. In particolare nei primi due paesi, i fattori demografici avrebbero contribuito in modo significativo al sostenuto ritmo di crescita del debito ipotecario delle famiglie.

Nell'ultimo ventennio il processo di deregolamentazione e di liberalizzazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro ha modificato le possibilità di accesso al finanziamento per l'acquisto di un'abitazione. Nella maggior parte dei paesi dell'area questo processo era stato pressoché completato già agli inizi degli anni novanta; tuttavia, considerati gli adeguamenti necessari da parte degli operatori, i suoi effetti si sono pienamente manifestati solo con un certo ritardo e hanno continuato a esercitare un influsso nel periodo tra il 1999 e il 2007. Questo processo ha portato all'eliminazione di una serie di restrizioni⁹⁾ che in precedenza avevano limitato la capacità delle istituzioni creditizie di soddisfare la domanda di finanziamento delle famiglie, molte delle quali rimanevano pertanto escluse dal mercato ipotecario. La partecipazione delle famiglie è quindi aumentata e per i mutuatari è stato possibile accrescere la quota di debito a livelli commisurati al proprio reddito e ad altri fattori di sostenibilità del debito. Inoltre, l'ingresso nei mercati ipotecari di nuove tipologie di operatori ha stimolato la concorrenza, migliorando le condizioni di finanziamento offerte alle famiglie, sia in termini di prezzi, che per altri aspetti. In particolare, per quanto riguarda i prezzi, i differenziali tra i tassi applicati a prestiti immobiliari tipici e i rispettivi tassi di indicizzazione (o costi opportunità) si sono ridotti

in quasi tutti i paesi dell'area dell'euro dal 2003 (anno di inizio della serie)¹⁰⁾. I risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro confermano che in questo periodo la pressione concorrenziale ha contribuito in misura rilevante all'allentamento dei criteri per la concessione del credito. L'accresciuta concorrenza ha stimolato inoltre una maggiore spinta innovativa da parte degli operatori, ampliando così la gamma disponibile di prodotti ipotecari (cfr. la sottosezione seguente). In questo contesto, le famiglie hanno potuto soddisfare in modo più adeguato il proprio fabbisogno di finanziamento, il che ha ulteriormente innalzato la partecipazione al mercato ipotecario e i livelli di indebitamento.

2.3 CARATTERISTICHE DEI PRESTITI PER L'ACQUISTO DI ABITAZIONI

Le caratteristiche preminenti dei prestiti per l'acquisto di un'abitazione dipendono spesso da prassi di mercato consolidate che, per ragioni storiche, sono risultate diverse tra i paesi dell'area dell'euro. Sebbene l'evoluzione del mercato negli ultimi venti anni abbia comportato una maggiore disponibilità di prodotti ipotecari, permangono notevoli differenze a livello nazionale fra le caratteristiche di questi prestiti. Nei paragrafi successivi viene delineato il quadro attuale relativo alle caratteristiche dei mutui nei diversi paesi dell'area, ponendo l'accento sugli aspetti di particolare rilievo per la politica monetaria.

Ai fini della politica monetaria, l'aspetto forse più pertinente è il tipo di tasso di interesse applicato ai mutui, che può essere variabile o fisso, nonché il periodo di determinazione del tasso fisso. Nel caso dei tassi variabili, le modifiche

9) Esempi di restrizioni erano i tassi massimi di interesse, i limiti di importo e di durata dei mutui, le barriere normative all'accesso al mercato ipotecario e i vincoli imposti alle istituzioni creditizie in termini di allocazione di portafoglio, come l'obbligo di detenere consistenze significative di titoli di Stato. Una disamina del processo di deregolamentazione dei mercati ipotecari nei paesi dell'OCSE è proposta in N. Girouard e S. Blöndal, *House prices and economic activity*, Working Paper del Dipartimento economico dell'OCSE, n. 279, 2001.

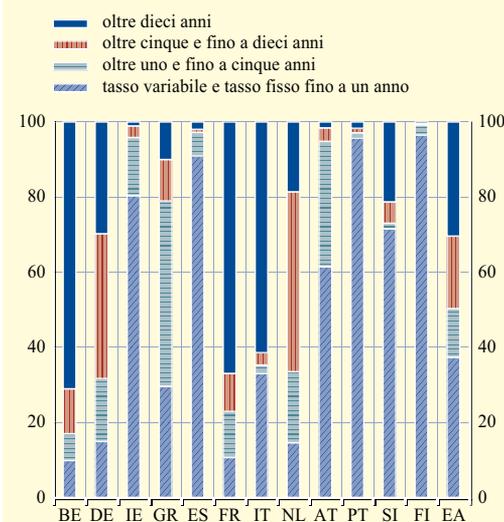
10) Cfr. il capitolo 5 in *Housing finance in the euro area*, Occasional Paper della BCE, n. 101, 2009.

dei tassi di riferimento hanno un impatto più vasto e immediato sui consumi¹¹⁾, poiché incidono sull'onere per il servizio del debito, e quindi sul reddito disponibile, non solo dei nuovi mutuatari, ma anche di quelli esistenti. Se da un lato ciò implica una più rapida e ampia trasmissione della politica monetaria, dall'altro comporta anche che il rischio di tasso di interesse è sostenuto dalle famiglie anziché dalle istituzioni creditizie, le quali solitamente sono in una posizione migliore per attenuarlo. Nell'area dell'euro, i finanziamenti a tasso variabile o con tasso fisso fino un anno hanno rappresentato il 38 per cento del totale dei nuovi mutui accessi nel 2008 (cfr. figura 8). Questa percentuale, che aveva segnato una diminuzione dal livello massimo di quasi il 60 per cento raggiunto alla fine del 2004, è tornata a salire di recente, indicando che la direzione delle variazioni dei tassi di riferimento sta incidendo sulla scelta del periodo di determinazione del tasso, pur non costituendo l'unico fattore rilevante.

Considerando i singoli paesi dell'area dell'euro, si osserva che in Irlanda, Spagna, Portogallo, Slovenia e Finlandia prevalgono i mutui a tasso variabile. Diversamente, in Belgio, Germania, Francia e Paesi Bassi ben oltre il 60 per cento del totale dei nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni ha un periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni. Mentre nei precedenti paesi la ripartizione dei mutui è rimasta relativamente stabile nel tempo, l'Italia e soprattutto la Grecia hanno registrato dal 2007 una decisa flessione della quota relativa ai finanziamenti a tasso variabile o con tasso fisso fino a un anno. Il tasso di indicizzazione utilizzato per adeguare i tassi variabili è, nella maggior parte dei casi, l'Euribor (a tre, sei e dodici mesi), sebbene in alcuni paesi vengano utilizzati anche altri tassi, soprattutto quello sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. In un contesto di regolare funzionamento dei mercati monetari la scelta del tasso di indicizzazione non è molto rilevante. Lo è tuttavia diventata dall'inizio delle turbolenze finanziarie, dato che l'aumento senza precedenti del differenziale fra i tassi di mercato e quelli di riferimento, non considerato nel prezzo, ha

Figura 8 Volumi di nuovi contratti di prestito alle famiglie per l'acquisto di abitazioni disaggregati per periodo di determinazione iniziale del tasso

(percentuali sul totale)



Fonte: BCE.

Note: le quote sono calcolate sulla base del volume dei nuovi contratti stipulati nel 2008. In ragione di una limitata disponibilità di dati, Cipro, Lussemburgo e Malta non sono inclusi nel calcolo. La sigla EA indica l'area dell'euro.

fatto sì che i mutuatari con prestiti indicizzati al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema usufruissero di un tasso di interesse relativamente minore.

In una prospettiva di politica monetaria, la determinazione dei tassi di interesse applicati ai prestiti per l'acquisto di abitazioni va considerata unitamente all'eventuale disponibilità e al costo dell'opzione di estinzione anticipata. In effetti, anche i mutuatari con finanziamenti a tasso fisso possono trarre direttamente vantaggio da una diminuzione dei tassi di interesse se hanno la possibilità di rifinanziare il proprio mutuo. Questi mutuatari peraltro sono al riparo da movimenti al rialzo dei tassi di interesse, il che implica una possibile asimmetria negli ef-

11) Questo effetto è ridotto nel caso dei prestiti con un tasso variabile ma soggetto a un limite massimo. Analogamente, risulta neutralizzato per i prestiti che hanno durata variabile al fine di mantenere rate mensili costanti a fronte di una variazione dei tassi; cfr. di seguito.

fetti esercitati dalla politica monetaria nelle fasi di inasprimento e in quelle di allentamento. La capacità di rifinanziamento dei mutuatari dipende dalla possibilità di estinguere anticipatamente il mutuo e dal costo dell'operazione. In linea di massima, l'estinzione anticipata del mutuo, totale o parziale, è prevista nell'insieme dell'area dell'euro. Mentre in diversi paesi questa opzione è esente da spese nel caso dei prestiti a tasso variabile, per quelli a tasso fisso viene solitamente applicata una penale, calcolata in base a diversi fattori, quali l'ammontare da rimborsare e la durata residua del mutuo. In alcuni ordinamenti nazionali vengono fissati dei massimali per le penali, mentre in altri paesi queste sono troppo onerose per rendere interessante l'esercizio di questa opzione. In alcuni casi infine non vengono applicate penali, ma l'inclusione nel contratto ipotecario dell'opzione di estinzione anticipata implica una maggiorazione del tasso di interesse di circa 50 punti base.

La durata tipica dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, che nei paesi dell'area dell'euro è compresa fra i 20 e i 30 anni, è aumentata in media dal 1999, di riflesso al rialzo dei prezzi delle case, all'allungamento della speranza di vita, nonché alla maggiore disponibilità di fonti di finanziamento a lungo termine per le istituzioni creditizie (almeno fino all'emergere delle turbolenze finanziarie). Uno sviluppo degno di nota è l'introduzione di mutui a durata variabile, in virtù dei quali la scadenza del prestito viene allungata o ridotta per mantenere rate mensili costanti a fronte di variazioni dei tassi di interesse. Questa tipologia di mutui permette alle famiglie di attenuare gli effetti di una modifica dei tassi sulla componente discrezionale della loro spesa.

Il graduale allungamento della durata tipica dei mutui dal 1999 è connesso anche al fatto che in questo periodo il rapporto fra l'ammontare del prestito e il valore dell'immobile (rapporto LTV, *loan-to-value*) è aumentato nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro: scadenze più lunghe permettono infatti di ottenere finanziamenti di importo maggiore e di mantenere al contempo la capacità di sostenere le rate mensili.

Per i contratti stipulati nel 2007 il rapporto fra l'importo finanziato e il valore dell'immobile¹²⁾ è stato in media di circa l'80 per cento per l'insieme dell'area, con rapporti tipici nei singoli paesi compresi fra il 63 per cento (Malta) e il 101 per cento (Paesi Bassi). L'aumento dei rapporti LTV fa sì che l'acquisto della prima casa diventi un traguardo più facilmente conseguibile, poiché l'importo richiesto a titolo di anticipo risulta inferiore. Al tempo stesso, rapporti LTV più elevati comportano un maggiore rischio che, a seguito di movimenti avversi dei prezzi delle abitazioni, il mutuatario registri una differenza negativa fra il valore del bene ipotecato e il capitale prestato. Una situazione che potrebbe risultare particolarmente critica, ad esempio, se il periodo per il quale il tasso era stato fissato sta giungendo a scadenza e il prezzo del prestito va rinegoziato.

3 PRESTITI PER L'ACQUISTO DI ABITAZIONI E FINANZIAMENTO DELLE IFM

Per quanto concerne il finanziamento dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, nell'ultimo decennio si è delineata una tendenza generale verso il modello di banca universale, mentre le banche specializzate nel finanziamento ipotecario hanno perso importanza. Anche il ruolo delle istituzioni finanziarie non bancarie come fonte di prestiti immobiliari si è ridotto (cfr. sezione 2). Il peso sempre più preponderante delle IFM nell'erogazione di prestiti immobiliari è generalmente sottostimato nelle statistiche, per via della cancellazione (*derecognition*) dei mutui ipotecari dai bilanci delle banche nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione. Alla luce di ciò, questa sezione fornisce una stima dei prestiti cancellati dai bilanci così da fornire un quadro più esaustivo dell'attività di erogazione di mutui ipotecari delle IFM. Eccetto che per pochi strumenti direttamente collegati ai mutui ipotecari, le IFM ricorrono alle loro generali fonti di raccolta per finanziare i prestiti immobiliari. Per

12) LTV riferito a mutui per l'acquisto della prima casa.

questo motivo, la sezione si focalizza sul finanziamento complessivo delle IFM, analizzandone dapprima gli andamenti nel periodo 1999-2007, e quindi l'evoluzione nel contesto delle turbolenze finanziarie del 2008.

Nel periodo tra il 1999 e il 2007, le IFM si sono finanziate in misura crescente sul mercato. Questa tendenza è riconducibile a effetti sia dal lato della domanda che dell'offerta. Per quanto concerne gli effetti legati alla domanda di prestiti, la forte espansione dei finanziamenti fino al 2007 non è stata accompagnata da una corrispondente crescita dei depositi dal lato delle passività dei bilanci delle IFM (cfr. figura 9, riquadro a). Il crescente divario fra prestiti e depositi è stato perciò finanziato tramite un maggiore ricorso al mercato. Riguardo agli effetti connessi all'offerta, gli andamenti nei mercati finanziari, gli sviluppi istituzionali (compresa l'adozione di una normativa sull'emissione di obbligazioni garantite in alcuni paesi dell'area) e l'attività di cartolarizzazione hanno contribuito ad accrescere il ruolo del mercato nel finanziamento delle

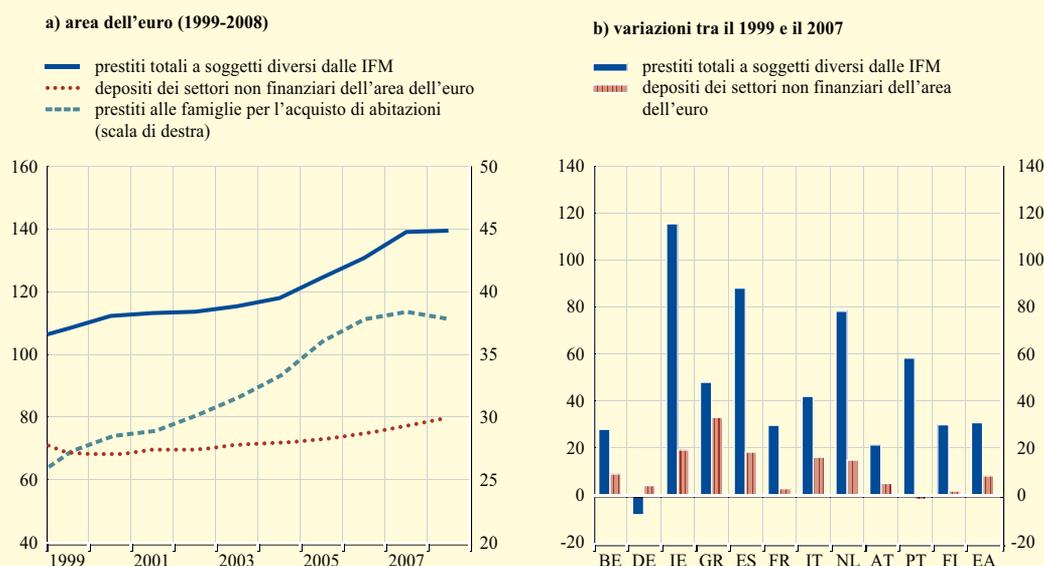
IFM dell'area. La disponibilità di strumenti alternativi di raccolta in aggiunta al canale tradizionale dei depositi delle IFM ha permesso una rapida espansione dei prestiti nell'ultimo decennio. Come mostra la figura 9, riquadro b, i paesi dell'area dell'euro (Irlanda, Spagna, Paesi Bassi e Portogallo) che nel periodo 1999-2007 hanno registrato i più elevati incrementi in rapporto al PIL dei prestiti totali a soggetti diversi dalle IFM (compresi i prestiti cancellati dal bilancio) sono quelli in cui il divario fra prestiti e depositi si è ampliato maggiormente. Solo in Germania la crescita dei depositi dei settori non finanziari dell'area dell'euro ha superato lievemente quella dei prestiti totali, che è risultata negativa in rapporto al PIL nel periodo considerato.

3.1 FONTI DI FINANZIAMENTO DELLE IFM

Ai fini dell'analisi delle fonti di finanziamento delle IFM, le passività bancarie sono state suddivise in diverse categorie (cfr. figura 10). I depositi dei settori non finanziari dell'area dell'euro, che possono essere utilizzati come indicatore per

Figura 9 Divario fra i prestiti e i depositi delle IFM nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)

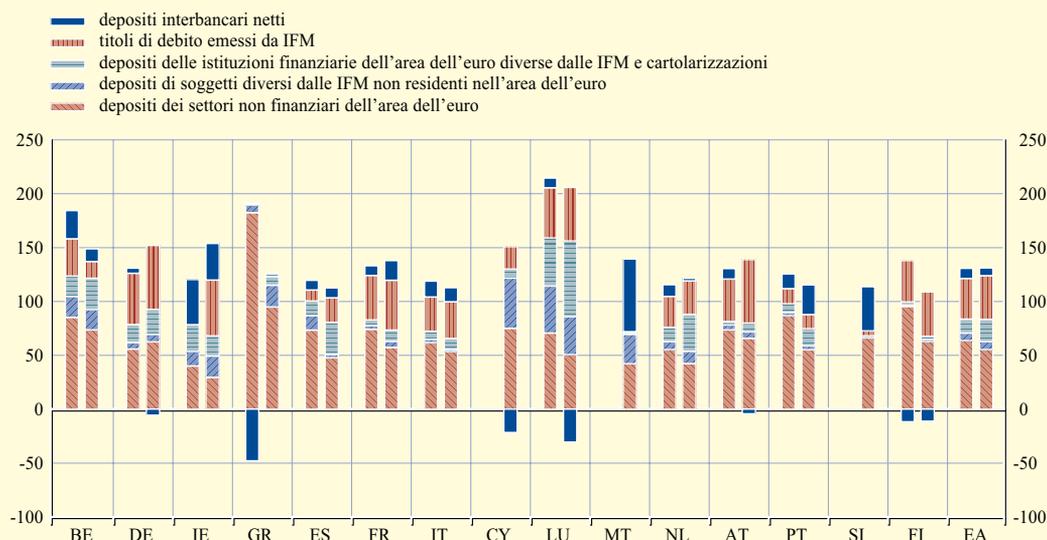


Fonte: BCE.

Note: i dati includono una stima dei prestiti soggetti a *derecognition*. Il Lussemburgo non figura nel riquadro b, poiché nel periodo in esame il PIL è cresciuto a ritmi più sostenuti rispetto sia ai prestiti a soggetti diversi dalle IFM, sia ai depositi al dettaglio, risultando in una marcata diminuzione dei due rapporti. La sigla EA indica l'area dell'euro.

Figura 10 Fonti alternative di finanziamento

(4° trim. 1999 e 4° trim. 2007; in percentuale dei finanziamenti totali erogati dalle IFM ai soggetti diversi dalle IFM)



Fonte: BCE.

Note: per ciascun paese, la prima e la seconda colonna si riferiscono rispettivamente al quarto trimestre del 1999 e al quarto trimestre del 2007. Per Cipro, Malta e Slovenia non sono disponibili dati per il quarto trimestre 1999. La voce "depositi delle istituzioni finanziarie dell'area dell'euro diverse dalle IFM e cartolarizzazioni", che rappresenta una stima delle cartolarizzazioni *pro soluto*, include i depositi degli AIF, i depositi delle società di assicurazione e dei fondi pensione e una stima dei prestiti soggetti a *derecognition*. La sigla EA indica l'area dell'euro.

i depositi al dettaglio, rappresentano una fonte di finanziamento relativamente stabile delle IFM, ma la loro durata è mediamente molto più breve rispetto a quella dei mutui ipotecari. I depositi al dettaglio sono generalmente meno sensibili ai mutamenti della percezione del rischio e solitamente sono remunerati a tassi inferiori rispetto a quelli dei depositi all'ingrosso. Allo stesso tempo, l'accresciuta concorrenza da parte delle banche online e dei fondi comuni ha contribuito negli ultimi anni ad innalzare i tassi offerti sui depositi al dettaglio. I depositi dei soggetti diversi dalle IFM non residenti nell'area dell'euro, assimilabili a depositi all'ingrosso, presentano una stabilità leggermente minore, a causa del rischio di cambio e della maggiore dipendenza dal clima di fiducia. Salvo poche eccezioni, questi depositi sono riconducibili a grandi aziende o società finanziarie. Altre fonti di finanziamento, quali i prestiti interbancari, le emissioni di titoli di debito e le cartolarizzazioni, presentano una stabilità ancora minore poiché sono caratterizzate da scadenze a brevissimo termine o da una

forte dipendenza dalle condizioni del mercato, come evidenziato dalle recenti turbolenze finanziarie. Con riferimento all'insieme del settore delle IFM, il finanziamento interbancario netto, dato dalla differenza fra i depositi e i prestiti intra-IFM, ha in genere un'importanza relativamente ridotta, poiché non tiene conto delle posizioni di indebitamento/accreditamento all'interno del settore delle IFM. Le emissioni di titoli di debito delle IFM, sotto forma di obbligazioni garantite o non garantite, risultano più sensibili alle condizioni del mercato rispetto ai depositi ma, avendo in gran parte scadenze a più lungo termine, contribuiscono a ridurre i disallineamenti nelle scadenze delle attività e passività. Un'ultima fonte di finanziamento delle IFM è costituita dalle cartolarizzazioni *pro soluto*, che presentano un'elevata sensibilità alle condizioni del mercato. Per effetto di requisiti normativi molto diversi fra i paesi dell'area dell'euro, i prestiti oggetto di cartolarizzazioni *pro soluto* non sempre vengono cancellati dai bilanci delle banche ma vengono iscritti come depositi di

“altri intermediari finanziari” (AIF). Per tenere conto di questo elemento, i depositi degli AIF e, per semplificare, delle società di assicurazione e dei fondi pensione sono sommati alle stime relative ai prestiti soggetti a *derecognition* così da ottenere una stima delle cartolarizzazioni *pro soluto*.

Tra il 1999 e il 2007 i profili di finanziamento delle IFM si sono notevolmente modificati nell'insieme dell'area dell'euro. Fatta eccezione per la Germania, in tutti gli altri paesi dell'area il rapporto fra i depositi al dettaglio e il totale dei finanziamenti concessi dalle banche a soggetti diversi dalle IFM è diminuito (cfr. figura 10)¹³. A livello di area il rapporto è sceso dal 63 per cento nel 1999 al 55 per cento nel 2007. I depositi al dettaglio restano comunque la principale fonte di provvista delle IFM, seguiti dai titoli di debito, la cui incidenza è aumentata di 3 punti percentuali nel periodo in esame; un incremento di 8 punti percentuali è stato altresì registrato dalle cartolarizzazioni, calcolate come indicato nel paragrafo precedente. Considerando congiuntamente queste due ultime fonti di finanziamento, si osserva pertanto che tra il 1999 e il 2007 il rapporto fra la raccolta sul mercato e il totale dei finanziamenti concessi dalle banche a soggetti diversi dalle IFM è aumentato di 11 punti percentuali. Questa evoluzione ha teso a indebolire la trasmissione della politica monetaria.

Il peso delle fonti alternative di finanziamento differisce notevolmente fra i paesi dell'area dell'euro: nel 2007, ad esempio, la quota relativa ai titoli di debito variava dall'1 per cento in Grecia a quasi il 60 per cento in Germania. Il ricorso alle cartolarizzazioni, calcolate come indicato, è stato particolarmente significativo in Spagna e nei Paesi Bassi nel periodo in esame. Grecia e Finlandia invece, che nel 1999 registravano elevati rapporti fra i depositi al dettaglio e i prestiti, non hanno dovuto avvalersi in modo massiccio delle fonti basate sul mercato. In Germania, Irlanda, Spagna e Austria, l'importanza dei titoli di debito nel finanziamento dei prestiti delle IFM è notevolmente aumentata tra il 1999 e il 2007. In Germania questo andamento,

riconducibile soprattutto alla debole dinamica dei prestiti, è avvenuto malgrado la diminuzione registrata dalle consistenze di obbligazioni garantite da ipoteca nel periodo 2005-2007. In Spagna, è aumentata l'incidenza sia dei titoli di debito, sia delle cartolarizzazioni, in linea con la crescente necessità di avvalersi del finanziamento sul mercato per far fronte al deciso ritmo di incremento del rapporto prestiti/depositi. Anche in Belgio, Lussemburgo e Portogallo l'attività di cartolarizzazione ha guadagnato importanza nel finanziare il sempre più elevato rapporto prestiti/depositi.

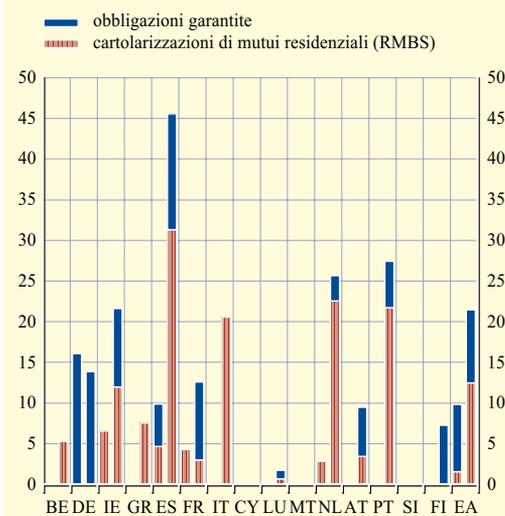
3.2 IL RUOLO DEI TITOLI DI DEBITO GARANTITI

Il ruolo crescente svolto dalle emissioni di titoli di debito e dalle cartolarizzazioni nel finanziamento dei prestiti erogati dalle IFM per l'acquisto di abitazioni risulta particolarmente evidente dall'analisi dei titoli di debito garantiti da mutui ipotecari (cfr. figura 11). Questi titoli di debito, collegati direttamente al finanziamento dei mutui, ricomprendono sia le obbligazioni garantite da ipoteca, sia le cartolarizzazioni di mutui residenziali (*residential mortgage-backed securities*, RMBS). La differenza fra le due forme di finanziamento sta nel fatto che, nel caso delle obbligazioni garantite, le quali sono emesse dalle IFM, l'attività garantita resta iscritta nel bilancio dell'istituzione di origine (*originator*), mentre nel caso delle RMBS, l'insieme delle garanzie è trasferito a una società veicolo (*special purpose vehicle*), che provvede all'emissione dei titoli. Le RMBS rispecchiano il volume di cartolarizzazioni *pro soluto* di prestiti immobiliari. A seconda delle regole contabili vigenti, il ricorso alle RMBS può permettere all'istituzione cedente di cancellare i prestiti dal proprio bilancio, rendendo così disponibile parte del patrimonio di vigilanza; le obbligazioni garantite

13) Nel totale dei finanziamenti bancari è inclusa una stima dei prestiti soggetti a *derecognition*. Poiché i finanziamenti totali concessi dalle banche ai soggetti diversi dalle IFM non includono tutte le attività delle banche, è possibile che la raccolta totale superi i prestiti complessivi e che la differenza sia assorbita da altre attività detenute dalle banche, soprattutto titoli di debito.

Figura 11 Fonti di finanziamento assistite da garanzia

(4° trim. 1999 e 4° trim. 2007; in percentuale del totale dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni)



Fonti: BCE, BCN, European Securitisation Forum, European Covered Bond Council e Moody's.
 Note: per ciascun paese, la prima e la seconda colonna si riferiscono rispettivamente al quarto trimestre del 1999 e al quarto trimestre del 2007. I dati includono le stime relative ai prestiti soggetti a *derecognition*. In Spagna e Portogallo, la grande maggioranza di cartolarizzazioni non comporta la cancellazione dei prestiti dal bilancio. La sigla EA indica l'area dell'euro.

invece sono utilizzate soprattutto come strumento di raccolta efficiente in termini di costo¹⁴. Alla fine del 2007, questi due strumenti di finanziamento rappresentavano congiuntamente circa il 21 per cento delle consistenze di prestiti immobiliari nell'area dell'euro, contro il 10 per cento a fine 1999.

L'importanza di questi due tipi di titoli di debito garantiti varia considerevolmente fra i paesi dell'area dell'euro. Alla fine del 2007, l'incidenza delle obbligazioni garantite da ipoteca sul totale dei prestiti immobiliari risultava particolarmente significativa sia in Germania e Spagna (14 per cento), sia in Irlanda e Francia (10 per cento), mentre negli altri paesi dell'area aveva minore rilevanza. Per contro, la quota delle RMBS in rapporto al totale dei prestiti immobiliari era trascurabile in Germania, ma considerevole in Spagna (31 per cento), Italia, Paesi Bassi e Portogallo (fra il 20 e il 25 per cento) e Irlanda (12 per cento).

Nel periodo in esame, la quota delle RMBS è aumentata mentre quella delle obbligazioni garantite da ipoteca è rimasta relativamente stabile. Questo andamento è indicativo della crescente importanza assunta dalle cartolarizzazioni dei prestiti immobiliari nell'area dell'euro, anche se questa attività resta su livelli modesti rispetto agli Stati Uniti (cfr. il riquadro *Institutional differences between mortgage markets in the euro area and the United States* in questo Bollettino); mostra inoltre che già nel 1999 le obbligazioni garantite da ipoteca svolgevano un ruolo rilevante nel finanziamento dei prestiti immobiliari, soprattutto in Germania, dove questi strumenti di raccolta sono usati da tempo dalle IFM. Nel periodo considerato, la quota delle obbligazioni garantite nel finanziamento dei prestiti immobiliari non ha registrato variazioni di rilievo, principalmente per effetto della crescita parimenti sostenuta di questi prestiti. Nonostante ciò, in diversi paesi dell'area dell'euro questo mercato ha segnato un'espansione significativa, cui hanno contribuito l'adozione di un quadro legislativo per le emissioni di obbligazioni garantite e gli andamenti del mercato degli immobili residenziali.

3.3 GLI EFFETTI DELLE TURBOLENZE FINANZIARIE SUL FINANZIAMENTO DELLE IFM

Le turbolenze finanziarie iniziate a metà del 2007 hanno avuto gravi conseguenze per il finanziamento delle banche, poiché la raccolta di nuovi fondi sui mercati finanziari è stata seriamente ostacolata dall'accresciuta avversione al rischio degli investitori e dalle incertezze riguardanti l'esposizione degli istituti verso attività in sofferenza.

Nel contesto di tensione dei mercati finanziari, la forte tendenza verso il finanziamento sul mercato mostrata dalle banche fino al 2007 si è in parte invertita. Vi è stato un riorientamen-

14) Per una spiegazione dettagliata delle caratteristiche istituzionali delle obbligazioni garantite e delle cartolarizzazioni, cfr. la sezione 4.4 in *Housing finance in the euro area*, Occasional Paper della BCE, n.101, 2009.

to a favore del più tradizionale canale di raccolta basato sui depositi, per attirare i quali gli istituti hanno intensificato la concorrenza. Alla crescente importanza dei depositi nel finanziamento delle IFM hanno peraltro contribuito la riluttanza degli investitori ad acquistare titoli di debito e il rafforzamento dei sistemi di garanzia dei depositi operato dalla maggior parte dei governi dell'area dell'euro successivo all'ulteriore acuirsi della crisi dopo il fallimento di Lehman Brothers nel settembre del 2008. Nel 2008 il rapporto fra i depositi al dettaglio e i prestiti totali erogati dalle IFM ai settori diversi dalle IFM è salito al 57 per cento nell'area dell'euro, con un aumento di circa 2 punti percentuali rispetto al 2007, mentre il finanziamento sul mercato si è notevolmente ridotto. Il volume annuo di titoli di debito emessi dalle IFM si è contratto di circa il 40 per cento nel 2008 rispetto al 2007, quando era risultato relativamente sostenuto. Allo stesso tempo, tuttavia, l'attività di cartolarizzazione è proseguita sotto forma di collocamenti privati di titoli di debito garantiti, emessi da AIF sulla base di prestiti erogati da IFM. Le IFM hanno quindi riacquisito questi titoli di debito (autocartolarizzazioni) per utilizzarli come garanzia nelle operazioni di mercato aperto della banca centrale finalizzate a ottenere liquidità. Questo andamento è rispecchiato dalla quota lievemente maggiore delle cartolarizzazioni stimate sul totale dei finanziamenti erogati dalle IFM nel 2008. Per contro, è diminuita l'incidenza relativa del finanziamento basato sui depositi dei soggetti diversi dalle IFM non residenti nell'area dell'euro (depositi all'ingrosso), in linea con la maggiore sensibilità di questi strumenti al clima di fiducia.

Nel complesso, durante la crisi finanziaria le difficoltà di provvista sui mercati finanziari hanno spinto le banche dell'area dell'euro a ridurre il finanziamento sul mercato. Di conseguenza, la tendenza osservata fino al 2007 verso il cosiddetto modello "originate-to-distribute" – in cui i crediti originati dalle banche vengono riconfezionati e venduti ad altri operatori – si è in parte invertita, con un ritorno verso un'attività bancaria più tradizionale, in cui i depositi sono uno strumento di finanziamento primario. Seb-

bene gli effetti della cancellazione dei prestiti dai bilanci delle banche differiscano fra i paesi per via dei diversi contesti normativi, a livello di area l'adozione di questo modello è stata nel complesso limitata, a causa di regole contabili che rendono più difficile la *derecognition* dei prestiti rispetto ad altre grandi economie industrializzate (cfr. il riquadro *Institutional differences between mortgage markets in the euro area and the United States* in questo Bollettino). Per un ritorno alla normalità nei mercati delle cartolarizzazioni, si rende necessaria una revisione delle regole sulla cancellazione dei prestiti dai bilanci volta a migliorare la trasparenza e ad incentivare il monitoraggio del credito. Al tempo stesso, l'esperienza maturata durante la crisi finanziaria potrebbe risultare in un maggiore ricorso da parte delle banche a forme alternative di finanziamento basate sul mercato, nuove o esistenti. In questa prospettiva, è probabile che il finanziamento con attività mantenute in bilancio tramite l'emissione di obbligazioni garantite svolga in futuro un ruolo crescente nella raccolta delle IFM.

4 CONCLUSIONI

Questo articolo ha delineato i principali sviluppi che hanno interessato i prestiti immobiliari alle famiglie dell'area dell'euro e le loro determinanti, nonché l'evoluzione del finanziamento di tali prestiti da parte delle IFM nel periodo 1999-2007 e, ove possibile, nel 2008.

La forte espansione del debito ipotecario delle famiglie nell'ultimo decennio è ascrivibile a diversi fattori, quali le favorevoli condizioni di finanziamento, l'aumento dei prezzi delle abitazioni, il maggiore reddito disponibile reale delle famiglie e, in alcuni paesi, l'evoluzione demografica. Al tempo stesso, le differenze a livello nazionale fra questi fattori hanno determinato andamenti molto divergenti del finanziamento ipotecario nei diversi paesi dell'area. Permangono inoltre notevoli differenze sul piano delle caratteristiche dei mutui; a seconda dei paesi, ad esempio, prevalgono i contratti a tasso variabile o quelli a tasso fisso.

L'evoluzione della raccolta nell'ultimo decennio riflette la forte espansione dei prestiti. Nella maggior parte dei paesi dell'area, il finanziamento per l'acquisto di una casa è provenuto tipicamente dalle banche, che per reperire fondi hanno fatto sempre più ricorso a strumenti di mercato, comprese le cartolarizzazioni. A sua volta ciò ha contribuito a un allentamento dei criteri per la concessione dei prestiti e a una forte crescita dei mutui ipotecari.

Gli effetti congiunti di questi andamenti paiono aver inciso limitatamente sulla trasmissione della politica monetaria. Occorre tenere presente che nel sistema finanziario dell'area l'intermediazione bancaria mantiene un ruolo preponderante, mentre il finanziamento tramite canali non bancari resta limitato, specie in confronto con gli Stati Uniti. Se da un lato il maggiore indebitamento delle famiglie punta nella direzione di un impatto più incisivo della variazione dei tassi di riferimento sulla spesa, dall'altro è probabile che alcuni sviluppi, come il maggiore ricorso alle cartolarizzazioni, abbiano indebolito il meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

La crisi finanziaria ha modificato notevolmente il contesto per il finanziamento ipotecario, rafforzando la riduzione della crescita sul periodo corrispondente dei prestiti immobilia-

ri che era già in atto. Il deterioramento delle condizioni macroeconomiche e, in alcuni paesi dell'area dell'euro, il calo dei prezzi degli immobili hanno inciso sulla ricchezza netta delle famiglie. D'altra parte, la politica monetaria ha contribuito a ridurre l'onere per il servizio del debito delle famiglie, sostenendo così la spesa per consumi. Sul fronte della raccolta bancaria, l'accresciuta tendenza a finanziarsi sul mercato si è in parte invertita, con un ritorno verso canali di provvista più tradizionali basati sui depositi.

Nel complesso, alcune specificità del mercato ipotecario dell'area dell'euro, ad esempio il livello complessivo di indebitamento delle famiglie, le caratteristiche prevalenti dei contratti ipotecari e le prassi di finanziamento delle istituzioni che erogano mutui, creano una struttura in grado di assicurare alle famiglie, alle banche e all'insieme dell'economia una capacità di tenuta di fronte agli shock migliore rispetto ai sistemi caratterizzati da mercati ipotecari più flessibili. Allo stesso tempo, una maggiore integrazione dei mercati ipotecari all'interno dell'area permetterebbe di ampliare la gamma di prodotti disponibili per le famiglie e di stimolare la concorrenza, con vantaggi sia per i mutuatari sia, in una prospettiva più ampia, per l'efficacia del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

LA TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA AI TASSI BANCARI AL DETTAGLIO NELL'AREA DELL'EURO: ANDAMENTI RECENTI

L'adeguamento dei tassi di interesse bancari al dettaglio in risposta alle variazioni dei tassi di riferimento è un elemento fondamentale del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Ciò è particolarmente vero per l'area dell'euro, data l'importanza relativa del settore bancario nel raccogliere il risparmio dei settori non finanziari dell'economia e nell'offrire loro finanziamenti. Sono pertanto essenziali il monitoraggio periodico e la valutazione della trasmissione delle variazioni dei tassi di politica monetaria ai tassi di interesse bancari al dettaglio. A fronte di questo contesto, il presente articolo analizza le determinanti del comportamento delle banche nel fissare i tassi di interesse, fornisce evidenza sul processo di trasmissione nell'area dell'euro e valuta l'impatto delle recenti tensioni nei mercati finanziari. In linea generale, la rapidità e il grado con cui le variazioni dei tassi di riferimento si trasmettono (attraverso l'effetto sui tassi di interesse di mercato) ai tassi di interesse bancari al dettaglio dipendono da una serie di fattori strutturali e ciclici. Per tale motivo, si rileva solitamente che questi ultimi si adeguano alle variazioni dei tassi di riferimento e di mercato con un certo ritardo.

Nel complesso, la trasmissione dei tassi di interesse bancari sembra aver funzionato relativamente bene negli anni recenti, nel senso che il grado di inerzia dei tassi di interesse bancari al dettaglio a fronte di variazioni dei tassi di politica monetaria non ha presentato marcate differenze rispetto al passato. Anche durante l'attuale crisi finanziaria la trasmissione ai tassi di interesse bancari ha funzionato relativamente bene in termini di risposta all'andamento dell'Euribor (euro inter-bank offered rate) e dei tassi di mercato a più lungo termine, anche se non altrettanto in termini di risposta all'andamento dell'Eonia (euro overnight index average) che in circostanze normali è la proxy di mercato più vicina ai tassi ufficiali di politica monetaria. Allo stesso tempo, i criteri per la concessione del credito bancario hanno registrato un significativo irrigidimento nei trimestri recenti, ostacolando in qualche misura la regolare trasmissione ai tassi sui prestiti bancari al dettaglio. Con il progressivo miglioramento dell'economia, il rafforzamento della componente patrimoniale delle banche e la normalizzazione del loro comportamento nell'assunzione dei rischi, sarà indispensabile che le banche aumentino l'attività di prestito.

I INTRODUZIONE

La trasmissione delle variazioni dei tassi di riferimento ai tassi su prestiti e depositi bancari al dettaglio è un elemento fondamentale del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Ciò vale in modo particolare per l'area dell'euro che ha un sistema finanziario basato prevalentemente sul settore bancario¹⁾.

La crisi finanziaria, che ha avuto gravi ripercussioni sui mercati finanziari e sul settore bancario, ha sollevato interrogativi circa la capacità e la propensione delle banche dell'area dell'euro a trasmettere alla clientela al dettaglio, in maniera efficace, le variazioni dell'orientamento di politica monetaria apportate dall'ottobre 2008. Da allora il Consiglio direttivo della BCE, fra le altre misure, ha ridotto il tasso sulle operazioni di rifinanziamento prin-

cipali di 325 punti base, portandolo nel luglio 2009 all'1 per cento.

A fronte di questo contesto, il presente articolo passa in rassegna l'evidenza disponibile sul processo complessivo di trasmissione dei tassi di interesse bancari nell'area dell'euro. La sezione 2 analizza il comportamento delle banche nella fissazione dei prezzi; la sezione 3 presenta i fatti stilizzati relativi alla trasmissione dei tas-

1) Per una valutazione dei vari canali di trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro durante i primi anni dell'UEM, cfr. Ehrmann, M., L. Gambacorta, J. Martínez Pagés, P. Sevestre e A. Worms, "Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area", in Angeloni, I., A.K. Kashyap e B. Mojon (a cura di) (2003), *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press. Cfr. anche l'articolo *Il finanziamento esterno delle famiglie e delle società non finanziarie: un confronto tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti* nel numero di aprile 2009 di questo Bollettino.

si di interesse bancari nell'area dell'euro sulla base di nuova evidenza; nella sezione 4 i risultati sono collocati nel contesto della crisi finanziaria scoppiata a metà 2007 e viene anche esaminato in quale misura le recenti riduzioni dei tassi di riferimento sono state effettivamente trasmesse alla clientela al dettaglio.

2 COMPORTAMENTO DELLE BANCHE NELLA FISSAZIONE DEI PREZZI AL DETTAGLIO

Storicamente, i tassi di interesse bancari al dettaglio hanno mostrato la tendenza a variare seguendo piuttosto da vicino i tassi di interesse di mercato con scadenza analoga. Questo fenomeno è illustrato nelle figure 1 e 2, che mostrano le variazioni mensili (indicizzate) di alcuni tassi su prestiti e depositi bancari al dettaglio a fronte di quelle dell'Eonia e del tasso *swap* a sette anni negli ultimi quattro anni e mezzo. In reazione all'inasprimento della politica monetaria iniziato nel dicembre 2005, i tassi di mercato sono marcatamente aumentati fino a metà 2008 circa. Dall'ottobre 2008, a seguito della brusca

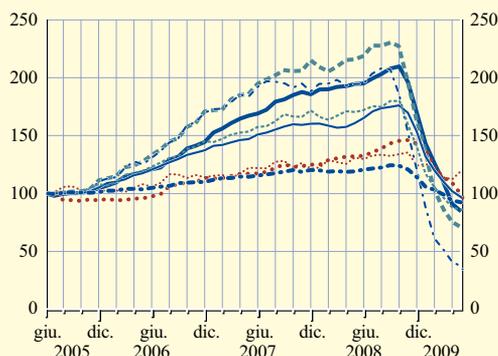
inversione di tendenza dei rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine nel contesto della crisi finanziaria e del rallentamento economico, i tassi di interesse di riferimento della BCE sono stati nettamente ridotti, inducendo un marcato calo dei tassi di mercato per prodotti con varie scadenze. Come osservato, i tassi di interesse bancari al dettaglio hanno seguito sostanzialmente le variazioni dei tassi di mercato negli anni recenti, aumentando fino al quarto trimestre del 2008 e, nella maggior parte dei casi, segnando una netta flessione in seguito. Tuttavia, emerge altresì che, con poche eccezioni, i tassi su prestiti e depositi bancari al dettaglio tendono a reagire con una certa lentezza alle variazioni dei tassi di mercato corrispondenti, in quanto vi si adatterebbero solo con ritardo e, anche nel lungo periodo, è possibile che non vi si adeguino completamente. Pertanto, sebbene la politica monetaria incida notevolmente sulle condizioni di finanziamento fissate dalle banche, ciò avviene con un certo sfasamento.

La lentezza osservata nella risposta dei tassi di interesse bancari al dettaglio può riflettere una

Figura 1 Variazioni mensili dei tassi di interesse a breve termine delle IFM e dell'EONIA

(dati mensili; indice: giugno 2005=100)

- depositi *overnight*
- ... depositi a risparmio
- - - depositi a termine a breve scadenza
- prestiti a breve termine alle famiglie per l'acquisto di abitazioni
- ... prestiti a breve termine alle famiglie per consumi
- - - prestiti a breve termine alle società non finanziarie
- scoperti di conto corrente
- ... Eonia

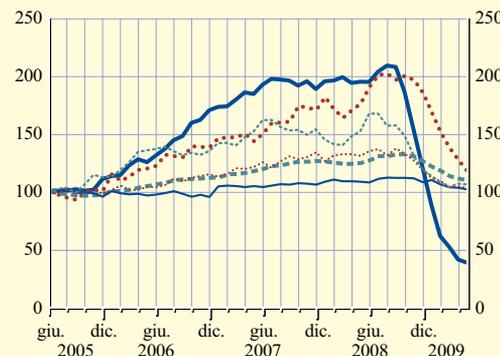


Fonti: BCE e Reuters.

Figura 2 Variazioni mensili dei tassi di interesse a lungo termine delle IFM, dell'Eonia e del tasso *swap* a sette anni

(dati mensili; indice: giugno 2005=100)

- Eonia
- ... depositi a termine a lunga scadenza
- - - prestiti a lungo termine alle famiglie per l'acquisto di abitazioni
- prestiti a lungo termine alle famiglie per consumi
- ... prestiti a lungo termine alle società non finanziarie
- - - tasso *swap* a sette anni



Fonti: BCE e Reuters.

serie di fattori sottostanti al comportamento delle banche nella fissazione dei prezzi. Da un punto di vista teorico, la relazione fra tassi di interesse bancari e tassi di mercato corrispondenti è in genere considerata nella letteratura economica utilizzando modelli di concorrenza oligopolistica nel settore bancario, in cui le banche (nell'ipotesi che detengano un certo potere di mercato²⁾) agiscono in qualità di soggetti che determinano i prezzi (*price-setter*) nei mercati dei prestiti e dei depositi al dettaglio fissando quindi i tassi di interesse applicati in considerazione della domanda di prestiti e depositi. Allo stesso tempo, si ipotizza solitamente che le banche siano soggetti passivi dei prezzi (*price-taker*) nel mercato interbancario e nei mercati dei capitali dove cercano fondi aggiuntivi (ossia finanziamenti diversi dai depositi al dettaglio) o collocano liquidità in eccesso³⁾.

Dato il potere di mercato delle banche, ci si attende che i tassi di mercato si collochino normalmente fra i tassi sui prestiti bancari e quelli sui depositi bancari (che rappresentano rispettivamente i costi di finanziamento dei prestiti e il costo opportunità dei depositi). Tuttavia, i prezzi dei prestiti e dei depositi bancari non sono necessariamente fissati in maniera indipendente gli uni dagli altri, in quanto le banche possono intraprendere attività di vendita incrociata e finanziamento incrociato (ad esempio offrendo tassi elevati sui depositi al fine di ottenere attività di prestito⁴⁾). In genere, è prevedibile che il comportamento delle banche nella fissazione dei tassi di interesse, misurato dal differenziale fra i tassi bancari al dettaglio e i tassi di mercato, dipenda dal grado di concorrenza (o del potere di mercato delle banche) e da fattori connessi ai costi di intermediazione, come il rischio di tasso di interesse, il rischio di credito, il grado di avversione al rischio delle banche, i costi operativi per unità di prodotto, la liquidità della banca e la diversificazione dei prodotti.

A fronte di questo contesto, la figura 3 riporta un quadro stilizzato della trasmissione delle variazioni nei tassi di politica monetaria ai tassi di interesse bancari al dettaglio, attraverso il loro impatto sui tassi di mercato, ed evidenzia i vari fattori, sia strutturali sia connessi al ciclo del credito, che influiscono sui margini bancari.

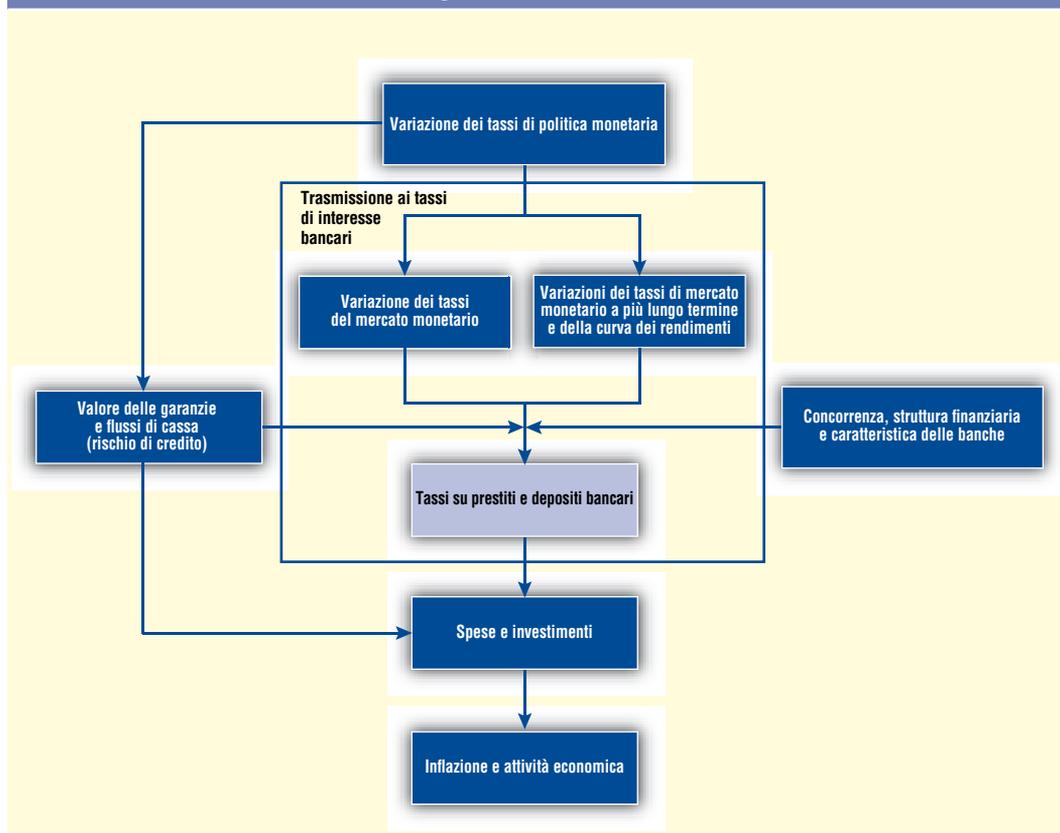
Tali fattori incidono sul comportamento delle banche nella fissazione dei tassi di interesse e concorrono a spiegare parte dell'apparente inerzia nella reazione dei tassi di interesse bancari alle variazioni di politica monetaria.

Le determinanti più dirette dei tassi su prestiti e depositi bancari al dettaglio per le famiglie e le imprese sono però le variazioni dei tassi di riferimento (e quindi di mercato). Infatti, i tassi di mercato sono componenti importanti dei costi marginali bancari e risentono direttamente delle variazioni dei tassi di politica monetaria. Di conseguenza, nella letteratura sul canale dei tassi di interesse per la trasmissione della politica monetaria, solitamente si è prestata particolare attenzione alla rapidità e al grado con cui le variazioni dei tassi di riferimento sono trasmesse, attraverso le variazioni dei tassi di mercato, ai tassi sui prestiti e sui depositi bancari al dettaglio, soprattutto in considerazione del fatto che i tassi di interesse bancari al dettaglio sono spesso determinati rispetto, e talvolta addirittura indicizzati, a un tasso di mercato⁵⁾.

Si ipotizza in genere che la lentezza osservata nella reazione dei tassi di interesse bancari

- 2) Questa condizione può essere ricondotta alla "specificità" delle banche nella loro funzione di "controllori delegati" e in ultima istanza discende dall'esistenza di asimmetrie informative fra le banche e i loro clienti, circostanza che comporta problemi di comportamenti opportunistici (*moral hazard*) e selezione avversa (per alcuni primi contributi fondamentali cfr., ad esempio, Diamond, D. e P. Dybvig (1983), "Bank runs, deposit insurance, and liquidity", *Journal of Political Economy*, 91(3), 1983, pagg. 401-419; nonché Diamond, D. (1984), "Financial intermediation and delegated monitoring", *Review of Economic Studies*, 51(3), pagg. 393-414).
- 3) Cfr. Freixas, X. e J.-C. Rochet (2008), *Microeconomics of Banking*, The MIT Press, Cambridge (Massachusetts), seconda edizione.
- 4) Chiappori, P.A., D. Perez-Castrillo e T. Verdier (1995), "Spatial competition in the banking system, localization, cross-subsidies and the regulation of deposit rates", *European Economic Review*, 39(5), pagg. 889-919.
- 5) Altre componenti che incidono su tassi e margini bancari sono di natura più strutturale (concorrenza ed efficienza) o meno volatile, almeno nel breve periodo (rischio di credito e fabbisogno finanziario). È più difficile quindi individuare nel tempo continuo l'importanza di tali fattori quando si valuta l'effetto delle variazioni di politica monetaria sui tassi di interesse bancari offerti alle famiglie e alle imprese; cfr. per esempio Ausubel, L.M., "The failure of competition in the credit card market", *American Economic Review*, 81, marzo 1991, pagg. 50-81.

Figura 3 Trasmissione delle variazioni dei tassi di politica monetaria ai tassi di interesse bancari al dettaglio



discenda dal fatto che le banche non reputino conveniente correggere i tassi di interesse di frequente. Per esempio, a seguito dei costi di spostamento (*switching costs*) per la clientela insiti in molti prodotti bancari al dettaglio, la domanda può essere relativamente inelastica alle variazioni dei tassi di mercato, quanto meno nel breve periodo⁶⁾. Inoltre, possono sussistere rigidità nominali quando le banche fissano i tassi di interesse (ossia costi fissi di correzione per la variazione dei tassi al dettaglio). Tali “costi di aggiustamento dei listini” (*menu costs*) possono diventare, ad esempio, un deterrente quando le banche sono incerte circa la permanenza delle variazioni dei tassi di mercato o qualora tali variazioni siano solamente di lieve entità⁷⁾.

Analogamente, è probabile che l'importanza delle relazioni di clientela, che può essere particolarmente rilevante nel sistema finanzia-

rio dell'area dell'euro prevalentemente basato sul comparto bancario, induca le banche ad attenuare le variazioni nei tassi di interesse al dettaglio lungo il ciclo economico. Ciò è dovuto alla propensione a condividere il rischio con la clientela al dettaglio al fine di sostenere una relazione vitale di lungo termine tra banca e clienti, per cui l'ente creditizio cerca di tutelare la clientela dall'andamento volatile dei tassi

6) Cfr., per esempio, Calem, P.S., M.B. Gordy e L.J. Mester (2006), “Switching costs and adverse selection in the market for credit cards: New evidence”, *Journal of Banking & Finance*, 30, pagg. 1653-1685, dove si argomenta che le barriere informative fra banche e clientela creano costi di spostamento non trascurabili.

7) Cfr., per esempio, Hannan, T.H. e A.N. Berger, “The rigidity of prices: Evidence from the banking industry”, *American Economic Review*, 81, settembre 1991, pagg. 938-945, nonché Hofmann, B. e P. Mizen (2004), “Interest rate pass-through and monetary transmission: Evidence from individual financial institutions' retail rates”, *Economica*, 71, pagg. 99-123.

di mercato mantenendo i tassi bancari al dettaglio relativamente stabili nel tempo⁸⁾. Inoltre, il potere di mercato delle banche nel fissare i tassi al dettaglio e, quindi, l'incentivo di questi istituti ad adeguarli al variare delle condizioni del mercato, dipende anche dalla posizione contrattuale dei prenditori. Così, ad esempio, si può prevedere che i tassi sui prestiti societari registrino correzioni relativamente rapide rispetto ai prestiti alle famiglie per il credito al consumo, semplicemente perché le società hanno più facile accesso a fonti alternative di finanziamento non bancario (come l'emissione di titoli di debito e azionari, il credito al commercio, ecc.) rispetto alla famiglia tipica. Pertanto, la trasmissione delle variazioni dei tassi di riferimento ai tassi di interesse bancari può presentare differenze considerevoli fra i vari tipi di prodotto bancario al dettaglio, in quanto sarebbe più celere nei segmenti in cui gli istituti si confrontano con una maggiore concorrenza da parte di finanziamenti di altre banche e di fonte non bancaria.

L'eterogeneità fra i prodotti in termini di trasmissione delle variazioni dei tassi di riferimento può anche essere determinata da differenze fra paesi relative alla regolamentazione e all'imposizione fiscale del settore bancario al dettaglio, che può indurre per gli enti creditizi vincoli e incentivi diversi ai fini della fissazione dei prezzi dei prodotti al dettaglio⁹⁾. Più in generale, ci si attende che un grado più elevato di concorrenza da parte di banche e istituti diversi da queste¹⁰⁾, nonché lo sviluppo finanziario e una maggiore efficienza delle strutture finanziarie, indotta ad esempio dalle innovazioni finanziarie come la cartolarizzazione e gli strumenti derivati¹¹⁾, esercitino un impatto positivo sulla velocità e il grado di trasmissione. Infine, qualora in una determinata situazione non intendano soddisfare interamente la domanda (come, ad esempio, in occasione di un razionamento del credito), le banche possono decidere di mantenere relativamente stabili i tassi al dettaglio al fine di evitare il problema della selezione avversa (il cosiddetto "lemons problem"), che consisterebbe cioè nell'attrarre un numero ingente di prenditori con un merito di credito non adeguato¹²⁾.

3 LA TRASMISSIONE DELLE VARIAZIONI DEI TASSI DI INTERESSE DI RIFERIMENTO A QUELLI BANCARI NELL'AREA DELL'EURO: EVIDENZE

La presente sezione presenta evidenza recente sulla trasmissione delle variazioni dei tassi di interesse di riferimento ai tassi di interesse bancari per alcune categorie rappresentative di prestiti e depositi.

La politica monetaria ha in genere un effetto significativo e abbastanza immediato sui tassi di mercato alle diverse scadenze. In particolare, le variazioni dei tassi di riferimento in circostanze normali si ripercuotono in maniera più o meno proporzionale sui tassi di interesse a breve termine senza garanzia del mercato monetario, quali l'Eonia e, in una misura lievemente minore, sui tassi Euribor a termine. Attraverso l'influenza sulle aspettative circa le azioni future di politica monetaria, le variazioni dell'orientamento monetario avranno spesso un impatto notevole anche sui tassi di mercato a più lungo termine, come i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e i tassi *swap*, determinando uno spo-

- 8) Cfr., per esempio, Berger, A.N. e G.F. Udell, "Some evidence on the empirical significance of credit rationing", *Journal of Political Economy*, 100, ottobre 1992, pagg. 1047-1077.
- 9) Per un'indagine sui fattori che contribuiscono alla dispersione fra paesi del livello di tassi di interesse delle IFM, cfr. BCE, *Differences in MFI interest rates across euro area countries*, settembre 2006.
- 10) Cfr., fra l'altro, Sander, H. e S. Kleimeier (2004), "Convergence in euro-zone retail banking? What interest rate pass-through tells us about monetary policy transmission, competition, and integration", *Journal of International Money and Finance*, 23(3), pagg. 461-492; nonché Van Leuvensteijn, M., C. Kok Sørensen, J.A. Bikker e A. Van Rixtel (2008), *Impact of bank competition on the interest rate pass-through in the euro area*, Working Paper della BCE, n. 885.
- 11) Cfr., per esempio, Estrella, A. "Securitization and the efficacy of monetary policy", *Economic Policy Review*, vol. 8, n. 1, Federal Reserve Bank of New York, maggio 2002, pagg. 243-255; nonché Gropp, R., C. Kok Sørensen e J.-D. Lichtenberger (2007), *The dynamics of bank spreads and financial structure*, Working Paper della BCE, n. 714.
- 12) Nel filone di Stiglitz, J.E. e A. Weiss (1981), "Credit rationing in markets with imperfect information", *American Economic Review*, 71, pagg. 393-410. Vari studi empirici basati sugli Stati Uniti, tuttavia, hanno avvalorato in maniera solo contrastante questa ipotesi; cfr., per esempio, King S.R. (1986), "Monetary transmission: through bank loans or bank liabilities?", *Journal of Money, Credit and Banking*, 18, pagg. 290-303 e Berger, A.N. e G.F. Udell (*op. cit.*).

stamento della curva dei rendimenti¹³). Come osservato nella precedente sezione, tuttavia, il grado con cui le variazioni dei tassi di mercato indotte dalla politica monetaria sono trasmesse in ultima istanza ai tassi di interesse bancari offerti ai prenditori e ai depositanti dipende da una serie di fattori strutturali e ciclici.

Esiste un'ampia letteratura empirica sul processo di trasmissione delle variazioni dei tassi di interesse di riferimento ai quelli bancari al dettaglio. Prescindendo in larga parte dal metodo di stima, dal periodo osservato o dall'area geografica interessata, la maggioranza degli studi empirici tende a confermare che i tassi di interesse bancari al dettaglio reagiscono lentamente alle variazioni dei tassi di riferimento e di mercato. Si riscontra in genere che le banche trasmettono solo una parte modesta delle variazioni immediate dei tassi di mercato ai tassi al dettaglio e che, anche dopo un lungo periodo di tempo, i tassi bancari al dettaglio non vengono sempre corretti del tutto¹⁴). Allo stesso tempo, si rileva in genere che la rapidità e il grado con cui le banche adeguano i tassi al dettaglio presentano differenze sostanziali fra le varie tipologie di prodotti bancari di prestito e deposito, nonché fra i vari paesi dell'area dell'euro¹⁵). Questa eterogeneità fra paesi può spiegarsi, in parte, con le differenze delle caratteristiche e delle strutture finanziarie del settore bancario. Inoltre, numerosi studi riscontrano una certa asimmetria nella trasmissione lungo il ciclo dei tassi di interesse: i tassi di interesse sui prestiti tendono a mostrare una maggiore vischiosità quando i tassi di mercato diminuiscono, mentre generalmente si osserva che quelli sui depositi reagiscono con maggiore lentezza quando i tassi di mercato aumentano. Questo fenomeno, secondo le argomentazioni, dipende dal grado di elasticità della domanda e dalla concorrenza fra banche¹⁶).

Alla luce di questi fatti "stilizzati", utilizzando un campione aggiornato di tassi di interesse bancari al dettaglio dell'area dell'euro, il riquadro presenta evidenza sul processo di trasmissione a livello aggregato dell'area dell'euro, che indica infatti una forte dispersione della "vischiosità" (stimata) dei tassi bancari su prestiti e depositi

nell'area dell'euro fra le tipologie di prodotto. Pertanto, mentre i tassi sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, i tassi sui prestiti alle società non finanziarie e, in misura lievemente inferiore, i tassi sui depositi a termine si adeguano completamente in ultima istanza alle variazioni dei tassi di mercato con un periodo di determinazione del tasso corrispondente, la correzione dei tassi bancari al dettaglio è di gran lunga incompleta per quanto riguarda i depositi *overnight* e quelli a risparmio nonché i prestiti alle famiglie per il credito al consumo.

Come osservato in precedenza, le differenze fra i prodotti potrebbero rispecchiare fra l'altro il potere di mercato (e contrattuale) delle banche rispetto alle diverse categorie di clientela. Ciò può verificarsi nel contesto delle pressioni concorrenziali da parte di altre banche, nonché da istituti diversi dalle banche (ad esempio i mercati dei capitali, il credito commerciale e altri

- 13) Cfr. anche de Bondt, G.J., B. Mojon e N. Valla (2005), *Term structure and the sluggishness of retail bank interest rates in euro area countries*, Working Paper della BCE, n. 518.
- 14) Per alcuni primi contributi a livello dei singoli paesi, cfr. Hannan, T.H. e A.N. Berger (*op. cit.*); Berger, A.N. e G.F. Udell (*op. cit.*); Borio, C. e W. Fritz (1995), *The response of short-term bank lending rates to policy rates: A cross-country perspective*, Working Paper della BRI, n. 27; Berlin, M. e L.J. Mester (1999), "Deposits and relationship lending", *Review of Financial Studies*, 12(3), pagg. 579-607. Per alcune evidenze più recenti riguardanti i paesi dell'area dell'euro, cfr. ad esempio Mojon, B. (2001), "Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy", *Economie et prévision*, 147(1), pagg. 89-115; de Bondt, G.J. (2005), "Interest rate pass-through: Empirical results for the euro area", *German Economic Review*, 6(1), pagg. 37-78; Gambacorta, L. (2005), "How do banks set interest rates?", *European Economic Review*, 52(5), pagg. 792-819; Gropp e al. (*op. cit.*).
- 15) Per alcuni studi recenti, cfr. ad esempio Kok Sørensen, C. e T. Werner (2006), *Bank interest rate pass-through in the euro area: A cross-country comparison*, Working Paper della BCE, n. 580; nonché Nakajima e Y. Teranashi (2009), *The evolution of loan rate stickiness across the euro area*, IMES Discussion Paper della Banca del Giappone, n. 09-E-010.
- 16) Per evidenze relative agli Stati Uniti cfr., ad esempio, Hannan, T.H. e A.N. Berger (*op. cit.*); nonché Mester, L.J. e A. Saunders (1995), "When does the prime rate change?", *Journal of Banking & Finance*, 19(5), pagg. 743-764; per quelle relative all'area dell'euro, Mojon, B. (*op. cit.*); nonché Gropp e al. (*op. cit.*). Inoltre, in Sander, H. e S. Kleimeier (2006), "Expected versus unexpected monetary policy impulses and interest rate pass-through in euro-zone retail banking markets", *Journal of Banking & Finance*, 30, pagg. 1839-1870, si segnala l'importanza di una politica monetaria prevedibile per rendere graduale il processo di trasmissione delle variazioni dei tassi di interesse di riferimento.

intermediari finanziari). Parimenti, è probabile che le dimensioni e la natura variabile nel tempo del premio al rischio di credito siano diverse fra i prodotti creditizi, il che può contribuire, ad esempio, a spiegare la trasmissione generalmente più debole dei tassi sul credito al consumo (solitamente non garantito) rispetto ai tassi sui mutui ipotecari (garantiti).

Riquadro

RISULTATI RELATIVI ALLA TRASMISSIONE DELLE VARIAZIONI DEI TASSI DI INTERESSE DI RIFERIMENTO AI TASSI DI INTERESSE BANCARI AL DETTAGLIO NELL'AREA DELL'EURO OTTENUTI MEDIANTE UN APPROCCIO DI MODELLIZZAZIONE CON CORREZIONE DELL'ERRORE

Secondo la letteratura sulla trasmissione delle variazioni dei tassi di riferimento ai tassi di interesse bancari, si può modellare la trasmissione dei tassi di politica monetaria, attraverso le variazioni dei tassi di mercato, ai tassi di interesse bancari con un approccio che utilizza un modello a correzione dell'errore, dove si effettua una regressione delle variazioni di uno specifico tasso di interesse bancario, ΔBR_t , sulle variazioni simultanee (e ritardate) di un tasso di mercato rilevante, ΔMR_t , e sulle variazioni (probabilmente) ritardate del tasso di interesse bancario stesso con un termine di correzione dell'errore che rispecchia il grado di divergenza registrato dal tasso bancario nel periodo precedente rispetto alla sua relazione di equilibrio di lungo termine con il tasso di mercato¹⁾. Ciò è illustrato nell'equazione sottostante²⁾:

$$\Delta BR_t = \varphi + \gamma(BR_{t-1} - \beta MR_{t-1} - \kappa) + \alpha_1 \Delta MR_t + \alpha_2 \Delta MR_{t-1} + \eta \Delta BR_{t-1} + \varepsilon_t$$

I risultati dell'applicazione di questo modello per ciascuna delle 11 categorie ampie di tassi su prestiti e depositi al dettaglio offerti dalle IFM dell'area dell'euro per il periodo dal gennaio 1997 al giugno 2007 (cfr. tavola) segnalano notevoli differenze in termini di trasmissione delle variazioni dei tassi di mercato fra i vari tipi di prodotto e non risentono della crisi finanziaria scoppiata nell'agosto 2007³⁾.

Si osserva in genere che i tassi di interesse bancari mostrano una relativa vischiosità. Il coefficiente di adeguamento immediato alle variazioni dei tassi di mercato si colloca fra un valore prossimo a zero per i tassi sul credito al consumo e quelli sui depositi a risparmio e 0,7 per i

- 1) Questa specificazione dipende dalla condizione che i tassi di mercato e bancari siano non stazionari (ossia non tendano a ritornare ai valori passati) e che siano cointegrati (ossia che si possa stimare una relazione stabile di lungo periodo fra le variabili); cfr. Johansen, S. e K. Juselius (1990), "Maximum likelihood estimation and inference on cointegration – with applications to the demand for money", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52, pagg. 169-210; nonché Johansen, S. (1991), "Estimation and hypothesis testing of cointegration vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models", *Econometrica*, 59, 1991, pagg. 1551-1580. I test di radice unitaria standard e di cointegrazione hanno confermato che per i tassi di interesse bancari e di mercato erano soddisfatte le condizioni per utilizzare un modello a correzione dell'errore. Solo nel caso dei tassi a breve termine sui prestiti per il credito al consumo non si riusciva a individuare facilmente una relazione di cointegrazione.
- 2) κ può essere interpretato come elemento rappresentante tutti gli altri fattori, escluso il tasso di mercato, che determinano il livello del tasso bancario, come il potere di mercato e l'efficienza degli enti creditizi, il rischio di credito e di tasso di interesse, gli effetti di sussidio incrociato, ecc. Benché questa specificazione del modello possa non essere del tutto corretta per la distorsione di potenziali "variabili omesse", le prove sui residui non indicano problemi significativi di specificazione non corretta. Una specificazione alternativa del modello, tuttavia, avrebbe potuto incorporare direttamente fattori quali il livello di concorrenza nell'attività bancaria, gli indicatori del ciclo economico, ecc., come avvenuto in taluni studi citati nelle note 10 e 11.
- 3) I dati utilizzati in queste regressioni si basano sulle statistiche relative ai tassi di interesse delle IFM elaborate dalla BCE. Dal gennaio 2003 sono disponibili statistiche ufficiali, mentre per il periodo precedente questa serie è stata "ricostruita all'indietro" utilizzando metodi omogenei in tutti i paesi dell'area dell'euro. I dati così ottenuti non sono pubblici.

Stime della trasmissione ai tassi di interesse delle IFM sulla base di un modello a correzione di errore

(gennaio 1997-giugno 2007)

	trasmissione immediata (α_1)	trasmissione finale (β)	velocità di adeguamento (γ)	R2 (corretto)	tasso di mercato corrispondente
Depositi <i>overnight</i>	0,14***	0,36***	-0,05**	0,45	Eonia
Depositi a risparmio	0,06***	0,32***	-0,09***	0,30	Euribor a tre mesi
Depositi a termine a breve scadenza	0,50***	0,83***	-0,12***	0,82	Euribor a tre mesi
Depositi a termine a lunga scadenza	0,15***	0,80***	-0,15***	0,45	tasso <i>swap</i> a tre anni
Scoperti di conto corrente	0,26***	0,72***	-0,06***	0,58	Eonia
Prestiti a breve termine per il credito al consumo	0,26***	0,11***	-0,09*	0,05	Euribor a sei mesi
Prestiti a lungo termine per il credito al consumo	-0,06	0,38***	-0,19***	0,21	tasso <i>swap</i> a sette anni
Prestiti a breve termine per l'acquisto di abitazioni	0,36***	1,05***	-0,02	0,63	Euribor a tre mesi
Prestiti a lungo termine per l'acquisto di abitazioni	0,17***	1,07***	-0,12***	0,77	tasso <i>swap</i> a sette anni
Prestiti a breve termine alle società non finanziarie	0,72***	0,89***	-0,18***	0,76	Euribor a tre mesi
Prestiti a lungo termine alle società non finanziarie	0,30***	1,03***	-0,17***	0,45	tasso <i>swap</i> a sette anni

Fonti: BCE, Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: “*”, “**” e “***” indicano rispettivamente una significatività del 90, 95 e 99 per cento. Per selezionare la durata ottimale del ritardo delle variabili esplicative è stato impiegato il criterio di informazione di Schwarz. Dati corretti per gli errori standard in linea con l'eteroschedasticità di White e la covarianza.

prestiti a breve termine alle società non finanziarie. Analogamente, la velocità dell'adeguamento all'equilibrio di lungo periodo varia da 0,02 per i prestiti a breve termine per l'acquisto di abitazioni a un valore prossimo a 0,20 per i tassi sui prestiti a lungo termine per il credito al consumo e quelli sui prestiti alle società non finanziarie. In termini di adeguamento nel lungo periodo dei tassi al dettaglio alle variazioni dei tassi di mercato, i risultati indicano una trasmissione incompleta per i tassi sul credito al consumo, quelli sui depositi *overnight* e quelli sui depositi a risparmio (compresa fra 0,1 e 0,4 circa), mentre i tassi sui depositi a termine, quelli sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e quelli sui prestiti alle società non finanziarie registrano una correzione pressoché totale (circa fra 0,8 e 1,0).

4 L'EFFETTO DELLA CRISI FINANZIARIA SULLA TRASMISSIONE DELLE VARIAZIONI DEI TASSI DI RIFERIMENTO AI TASSI DI INTERESSE BANCARI AL DETTAGLIO

Le turbolenze scoppiate nei mercati finanziari nell'agosto 2007 sono state innescate da un deterioramento del valore dei mutui ipotecari *subprime*, ma si sono ben presto propagate in altri segmenti dei mercati finanziari. La crisi che ne è conseguita, acuitasi nella seconda metà del 2008, ha indotto ingenti svalutazioni e perdite

per le banche dell'area dell'euro, circostanza che a sua volta ha esercitato una notevole pressione sui coefficienti di solvibilità degli enti creditizi e ha dato luogo a una generale perdita di fiducia nel settore bancario e fra le banche stesse. Una delle conseguenze di questi andamenti è stata l'interruzione del normale funzionamento del mercato monetario in euro, che si è rispecchiata in un pronunciato e persistente ampliamento dei differenziali fra i tassi Euribor e i tassi *swap* sull'indice *overnight* (*overnight interest swap*, OIS). Poiché molti tassi su prestiti e depositi

ARTICOLI

La trasmissione della politica monetaria ai tassi bancari al dettaglio nell'area dell'euro: andamenti recenti

Variazioni cumulate dei tassi di interesse delle IFM effettivi e previsti per il periodo luglio 2007–maggio 2009

(punti base)

	effettivi	previsti	differenza
Tassi a breve termine:			
Depositi <i>overnight</i>	-65	-64	-1
Depositi a risparmio	-39	-23	-16
Depositi a termine a breve scadenza	-246	-251	5
Scoperti di conto corrente	-143	-153	10
Prestiti a breve termine per il credito al consumo	-21	-74	53
Prestiti a breve termine per l'acquisto di abitazioni	-178	-178	0
Prestiti a breve termine alle società non finanziarie	-229	-236	7
Eonia	-317		
Euribor a tre mesi	-287		
Tassi a lungo termine:			
Depositi a termine a lunga scadenza	-72	-63	-9
Prestiti a lungo termine per il credito al consumo	-15	-12	-3
Prestiti a lungo termine per l'acquisto di abitazioni	-41	-50	9
Prestiti a lungo termine alle società non finanziarie	-91	-96	5
Tasso <i>swap</i> a tre anni	-247		
Tasso <i>swap</i> a sette anni	-165		
Tasso <i>swap</i> a dieci anni	-136		

Fonti: BCE, Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: Dati basati su una previsione (statica) un periodo in avanti per l'arco temporale da luglio 2007 a maggio 2009.

bancari sono determinati in relazione ai tassi del mercato monetario, la destabilizzazione della relazione solitamente stretta fra i tassi di mercato sui depositi a termine privi di garanzia (Euribor) e i tassi *overnight* (che sono *proxy* dei tassi di politica monetaria) ha potenzialmente pregiudicato la trasmissione delle variazioni dei tassi di politica monetaria ai tassi sui prestiti e depositi bancari al dettaglio¹⁷⁾. Inoltre, poiché la gravità della crisi finanziaria ha contribuito in ultima istanza a un netto rallentamento dell'attività economica dell'area dell'euro, molte banche potrebbero essere state indotte ad aumentare i premi al rischio di credito e a irrigidire i criteri per la concessione di prestiti¹⁸⁾. Ciò, a sua volta, potrebbe aver ostacolato la trasmissione delle riduzioni dei tassi di politica monetaria, attuate dall'ottobre 2008, ai tassi sui prestiti bancari.

VARIAZIONI CUMULATE DEI TASSI DI INTERESSE DELLE IFM DALLA METÀ DEL 2007

Al fine di valutare l'impatto della crisi finanziaria e la misura in cui l'allentamento della politica monetaria della BCE in atto dal quarto trimestre

del 2008 sia stato trasmesso ai tassi di interesse delle IFM, si confronta una previsione fuori campione dei tassi su prestiti e depositi delle IFM basata sull'andamento dei tassi di mercato da metà 2007 con le variazioni effettive dei tassi di interesse delle IFM nello stesso periodo. I valori previsti si basano sulla specificazione del modello illustrata nel riquadro. Le variazioni cumulate dei tassi di interesse delle IFM effettivi e previsti sono riportate nella tavola. È degno di nota il fatto che le variazioni effettive della maggior parte dei tassi di interesse delle IFM sono considerevolmente inferiori in questo periodo

17) Analogamente, le banche ottengono in larga misura i fondi sul mercato interbancario e su quello dei titoli di debito a breve termine, per cui con ogni probabilità i prezzi della maggior parte del loro finanziamento sono fissati rispetto ai tassi del mercato monetario.

18) Infatti, i risultati dell'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema segnalano un significativo irrigidimento netto dei criteri di erogazione del credito da parte delle banche dell'area dell'euro a partire dal terzo trimestre del 2007, riconducibile soprattutto a un marcato deterioramento dei rischi percepiti dalle banche; cfr., ad esempio, il riquadro che descrive i risultati dell'indagine di luglio sul credito bancario in questo numero del Bollettino.

alle rilevanti riduzioni dei tassi di mercato paragonabili, rispecchiando quindi l'adeguamento di norma lento dei tassi di interesse bancari al dettaglio agli andamenti dei tassi di mercato. Non-dimeno, si rileva però che (nella maggior parte dei casi) le differenze fra i tassi di interesse effettivi delle IFM e quelli previsti sulla base degli andamenti dei tassi di mercato paragonabili sono relativamente modeste, anche in considerazione del tipico ritardo nella trasmissione.

Nel complesso, ciò indica una trasmissione abbastanza normale dei tassi di interesse bancari al dettaglio dall'avvio delle turbolenze. Emerge, tuttavia, una certa dispersione fra i prodotti bancari in termini di reazione nel corso delle turbolenze e, più di recente, dall'inizio dell'allentamento della politica monetaria. In particolare, mentre i tassi di interesse a breve termine delle IFM hanno evidenziato per la maggior parte una netta flessione dal giugno 2007, quelli a più lungo termine mostrano andamenti molto più contenuti. Oltre al calo lievemente inferiore dei tassi di mercato a lungo termine (soprattutto nei mesi recenti), ciò potrebbe anche rispecchiare il fatto che le banche hanno irrigidito i criteri di erogazione del credito per i prestiti a lungo termine in misura maggiore rispetto ai prestiti a breve termine¹⁹⁾.

Inoltre, le variazioni cumulate dei tassi sui depositi effettivi fra luglio 2007 e maggio 2009 hanno dato luogo in genere a tassi sui depositi lievemente inferiori alle previsioni. Ciò sembra suggerire che, nel complesso, durante le turbolenze le banche hanno offerto alla clientela al dettaglio tassi sui depositi inferiori rispetto al passato, circostanza che potrebbe ricondursi al fatto che le banche dell'area dell'euro hanno cercato di contenere in parte le perdite subite durante il periodo aumentando i margini sui depositi e quindi accrescendo la redditività. Gli sforzi per aumentare la redditività al fine di attenuare l'impatto negativo della crisi finanziaria possono anche aver contribuito alla differenza positiva osservata tra le variazioni cumulate dei tassi sui prestiti delle IFM effettivi e previsti. Allo stesso tempo, le previsioni relative ai tassi applicati dalle IFM ai prestiti sono sta-

te formulate sulla base del passato andamento della trasmissione (ipotizzando implicitamente un premio al rischio di credito a lungo termine costante). Potrebbero quindi sottostimare lievemente l'aumento del rischio percepito dalle banche per quanto riguarda il merito di credito dei prenditori, che comporterebbe un irrigidimento dei criteri di erogazione del credito rispetto al passato, fra l'altro, attraverso un ampliamento dei differenziali sui tassi attivi.

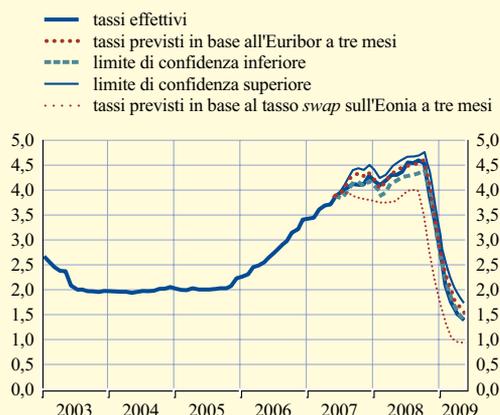
L'EFFETTO DELLA CRISI FINANZIARIA SUI TASSI DI INTERESSE A BREVE TERMINE DELLE IFM

Analizzando più in dettaglio il profilo degli andamenti effettivi dei tassi di interesse delle IFM da quando sono emerse le tensioni finanziarie a metà 2007 e confrontandolo con le attese formulate sulla base delle tendenze comportamentali passate della trasmissione e con l'andamento effettivo dei tassi di mercato fino a maggio 2009, si può effettuare una valutazione dell'effetto delle turbolenze nei mercati finanziari sulla fissazione dei prezzi da parte delle banche dell'area dell'euro per i prodotti al dettaglio. Il primo effetto degno di nota delle turbolenze sulla trasmissione ai tassi di interesse bancari è stato osservato nei tassi bancari a breve termine. Ciò è dovuto al fatto che a partire da metà 2007 si è interrotta la relazione normalmente stretta fra i tassi del mercato monetario *overnight*, su cui la politica monetaria esercita un certo controllo, e i tassi del mercato monetario a termine. Questa turbativa nel mercato monetario ha avuto implicazioni per la trasmissione delle variazioni dei tassi di riferimento ai tassi bancari al dettaglio a breve termine, poiché questi ultimi sono spesso determinati in base (e talvolta addirittura indicizzati) ai tassi Euribor su operazioni non garantite. Dopo lo scoppio delle turbolenze nei mercati finanziari, le banche hanno continuato a seguire i tassi Euribor da vicino nel fissare i tassi di interesse al dettaglio a breve termine. Tuttavia, dal momento

19) Ciò è in linea con i risultati dell'indagine di luglio sul credito bancario, in cui le banche hanno segnalato che l'irrigidimento netto dei criteri per la concessione del credito in atto dal terzo trimestre del 2007 è stato in parte ottenuto mediante requisiti più rigidi relativi alla scadenza dei prestiti.

**Figura 4 Tassi effettivi e previsti
sui depositi a termine a breve scadenza**

(percentuali annue; dati mensili; gennaio 2003-maggio 2009)

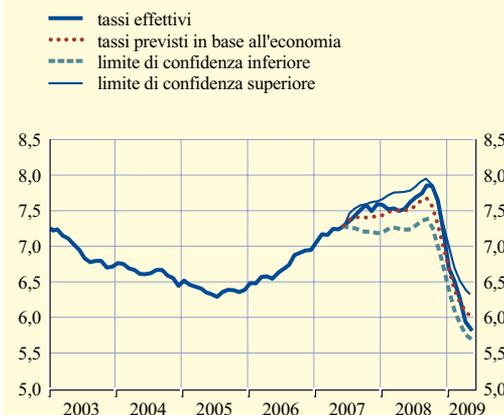


Fonti: BCE, Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: previsioni (dinamiche) di n periodi in avanti per l'arco temporale da luglio 2007 a maggio 2009, basate sugli andamenti effettivi dei tassi di mercato e sui coefficienti stimati del modello descritto nel riquadro. I limiti di confidenza superiori e inferiori fanno riferimento alle previsioni basate sull'Euribor a tre mesi.

**Figura 5 Tassi effettivi e previsti
sugli scoperti di conto corrente**

(percentuali annue; dati mensili; gennaio 2003-maggio 2009)



Fonti: BCE, Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: previsioni (dinamiche) di n periodi in avanti per l'arco temporale da luglio 2007 a maggio 2009, basate sugli andamenti effettivi dei tassi di mercato e sui coefficienti stimati del modello descritto nel riquadro. I "tassi sugli scoperti di conto corrente" è la media ponderata dei tassi sugli scoperti di conto corrente delle famiglie e delle società non finanziarie, utilizzando come pesi i volumi delle nuove operazioni.

che per un periodo di tempo prolungato i tassi Euribor non hanno accompagnato gli andamenti dei tassi *overnight* (o di riferimento), la trasmissione delle variazioni dei tassi di politica monetaria ai tassi bancari al dettaglio a breve termine sarebbe stata in parte compromessa²⁰⁾.

Analizzando in primo luogo gli andamenti dei tassi sui depositi a termine a breve scadenza, si osserva che fra giugno 2007 e maggio 2009 le banche hanno trasmesso le variazioni dell'Euribor a tre mesi in misura sostanzialmente analoga a quella osservata in passato (come si evince, nella figura 4, dagli andamenti pressoché identici del tasso effettivo sui depositi a termine a breve scadenza e di quello previsto sulla base dell'Euribor a tre mesi). In particolare, al netto calo dei tassi Euribor in corso dall'ottobre 2008, per effetto della riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE, ha corrisposto una notevole diminuzione dei tassi sui depositi a breve scadenza, che, nei mesi più recenti, è stata addirittura più marcata delle previsioni basate sull'Euribor a tre mesi. Allo stesso tempo, il livello effettivo dei tassi sui depositi a termine a breve scadenza in questo periodo è stato sostanzial-

mente superiore (in media di circa 56 punti base) rispetto al profilo previsto dei tassi sui depositi a termine a breve scadenza sulla base dell'andamento del tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi (come riporta la figura 4). Ciò indica che durante le turbolenze, a causa del perdurare di un ampio differenziale fra i tassi Euribor e i tassi OIS, i tassi sui depositi al dettaglio hanno superato il livello normalmente indotto dall'orientamento di politica monetaria²¹⁾.

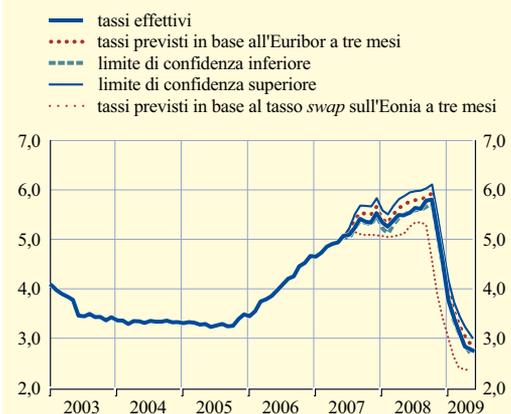
Quanto invece ai tassi sui prestiti a breve termine, la figura 5 mostra i tassi effettivi e previsti (sulla base dell'Eonia) sugli scoperti di conto corrente. Pur avendo mostrato la tendenza a seguire piuttosto da vicino l'andamento atteso (sulla base dell'esperienza passata) nel periodo tra giugno 2007 e maggio 2009, i tassi sugli scoperti di conto corrente sono aumentati nella seconda metà del 2008 in misura lievemente maggiore di quanto

20) Cfr. anche il riquadro *Implicazioni delle tensioni sui mercati monetari per la trasmissione dei tassi di interesse delle IFM* nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

21) Si rileva un profilo simile per altre tipologie di tassi su depositi al dettaglio, come i tassi *overnight* e quelli sui depositi a risparmio.

Figura 6 Tassi a breve termine effettivi e previsti sui prestiti alle società finanziarie

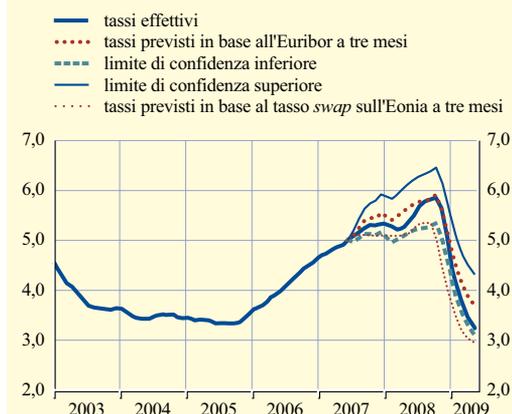
(percentuali annue; dati mensili; gennaio 2003-maggio 2009)



Fonti: BCE, Reuters ed elaborazioni della BCE.
 Note: previsioni (dinamiche) di n periodi in avanti per l'arco temporale da luglio 2007 a maggio 2009, basate sugli andamenti effettivi dei tassi di mercato e sui coefficienti stimati del modello descritto nel riquadro. I limiti di confidenza superiori e inferiori fanno riferimento alle previsioni basate sull'Euribor a tre mesi.

Figura 7 Tassi a breve termine effettivi e previsti sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

(percentuali annue; dati mensili; gennaio 2003-maggio 2009)



Fonti: BCE, Reuters ed elaborazioni della BCE.
 Note: previsioni (dinamiche) di n periodi in avanti per l'arco temporale da luglio 2007 a maggio 2009, basate sugli andamenti effettivi dei tassi di mercato e sui coefficienti stimati del modello descritto nel riquadro. I limiti di confidenza superiori e inferiori fanno riferimento alle previsioni basate sull'Euribor a tre mesi.

atteso (salendo nel quarto trimestre del 2008 addirittura appena sopra l'intervallo di confidenza al 95 per cento). Questo andamento potrebbe rispecchiare una più elevata percezione dei rischi da parte delle banche durante un periodo di incertezza estremamente alta, che potrebbe aver innescato un irrigidimento dei criteri per l'erogazione di questi prestiti e linee di credito in genere non garantiti²²). Tali timori, tuttavia, si sarebbero attenuati agli inizi del 2009, in quanto i tassi sugli scoperti di conto sono diminuiti sostanzialmente, in linea con l'allentamento monetario.

Gli andamenti dei tassi a breve termine sui prestiti alle società non finanziarie e sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono sostanzialmente simili (cfr. rispettivamente le figure 6 e 7). Mentre i tassi su entrambe le tipologie di prestito hanno mostrato la tendenza a evolversi sostanzialmente in linea con le previsioni basate sull'esperienza passata e sui recenti andamenti dell'Euribor a tre mesi, si è avuta una marcata differenza nel loro livello effettivo rispetto a quello previsto sulla base dell'andamento del tasso *swap overnight* (pari in media a 40-50 punti base fra giugno 2007 e maggio 2009). Nel mercato dei prestiti a breve termine, pertanto, il

meccanismo di trasmissione della politica monetaria è stato in parte compromesso in maniera analoga, soprattutto nel periodo dalla metà 2007 alla fine del 2008. Ciò nonostante, i tassi sui prestiti a breve termine sia alle famiglie sia alle società non finanziarie sono stati drasticamente ridotti dal novembre 2008, per effetto delle riduzioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE (contestualmente ad altre misure adottate dalla BCE per favorire una graduale normalizzazione delle condizioni del mercato monetario)²³). In maggio i tassi si sono collocati su un livello notevolmente inferiore (a 180-230 punti base) a quello immediatamente precedente allo scoppio delle turbolenze. Non si può però escludere l'eventualità che la riduzione dei tassi sui prestiti a breve termine nei mesi recenti sia in parte

22) Ciò coincide con il livello senza precedenti di irrigidimento netto dei criteri per la concessione di credito nel quarto trimestre del 2008, rilevato dalle banche dell'area dell'euro nell'indagine di gennaio 2009 sul credito bancario.

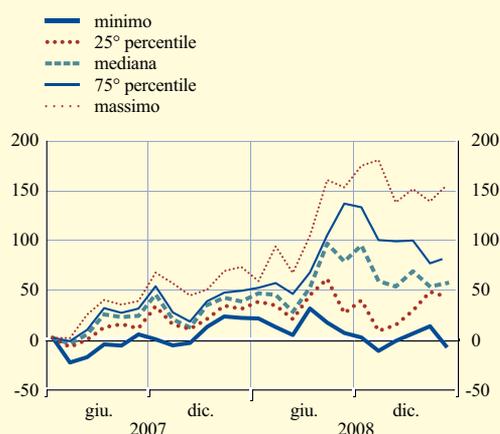
23) Come ad esempio la decisione del 18 dicembre 2008 di ripristinare il corridoio formato dai tassi sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e il lancio di varie operazioni supplementari di rifinanziamento a più lungo termine con piena aggiudicazione dell'importo e, a seguito della decisione del Consiglio direttivo del 7 maggio 2009, con scadenze fino a un anno.

ARTICOLI

La trasmissione della politica monetaria ai tassi bancari al dettaglio nell'area dell'euro: andamenti recenti

Figura 8 Dispersione fra paesi delle differenze tra i tassi a breve termine effettivi sui prestiti di importo elevato alle società non finanziarie e i tassi previsti in base al tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi

(percentuali annue; dati mensili; giugno 2007-aprile 2009)

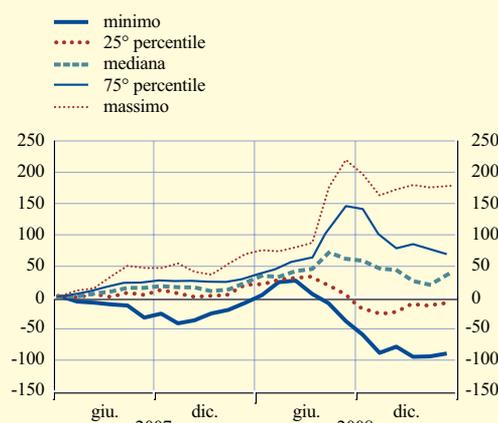


Fonti: BCE, Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: previsioni (dinamiche) di n periodi in avanti per l'arco temporale da luglio 2007 a maggio 2009, basate sugli andamenti effettivi dei tassi di mercato e sui coefficienti stimati di un modello a correzione di errore specifico per paese.

Figura 9 Dispersione fra paesi delle differenze tra i tassi a breve termine effettivi sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e i tassi previsti in base al tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi

(punti base; dati mensili; giugno 2007-aprile 2009)



Fonti: BCE, Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: previsioni (dinamiche) di n periodi in avanti per l'arco temporale da luglio 2007 a aprile 2009, basate sugli andamenti effettivi dei tassi di mercato e sui coefficienti stimati di un modello a correzione di errore specifico per paese.

dovuta a una carenza di domanda di prestiti da parte delle imprese e delle famiglie nel contesto di un rallentamento dell'economia²⁴).

La divergenza fra i tassi Euribor e i tassi OIS durante la crisi finanziaria ha influenzato il grado in cui le banche hanno trasmesso le variazioni dei tassi di riferimento in quasi tutti i paesi dell'area dell'euro. Questa circostanza è illustrata nelle figure 8 e 9, che mostrano la dispersione fra paesi delle differenze fra i tassi effettivi sui prestiti a breve termine erogati rispettivamente a società non finanziarie e a famiglie per l'acquisto di abitazioni e quelli previsti sulla base del tasso *swap* sull'Eonia. Per tutto il periodo si è osservata però un'ampia dispersione fra banche in paesi diversi in termini di impatto del malfunzionamento del mercato monetario sul processo di trasmissione. Inoltre, mentre la differenza mediana fra il livello dei tassi effettivi sui prestiti a breve termine e le previsioni basate sui tassi OIS è lievemente diminuita dall'autunno 2008, la dispersione fra paesi si è notevolmente ampliata. Quest'ultima potrebbe riflettere il fatto che le banche in alcuni paesi dell'area dell'euro

sono più propense a fissare i tassi sui prestiti in rapporto ai tassi Euribor. Potrebbe anche rispecchiare il fatto che la posizione di bilancio delle banche e le prospettive per il rischio di credito in questi paesi sono in qualche misura meno favorevoli e quindi costringono le banche a operare con differenziali più elevati rispetto ai tassi di mercato. È possibile parimenti che in alcuni paesi le pressioni concorrenziali abbiano indotto le banche a iniziare a indicizzare i propri tassi rispetto all'Eonia anziché all'Euribor e quindi a ripristinare lo stretto legame fra i tassi di politica monetaria e i tassi di interesse al dettaglio a breve termine.

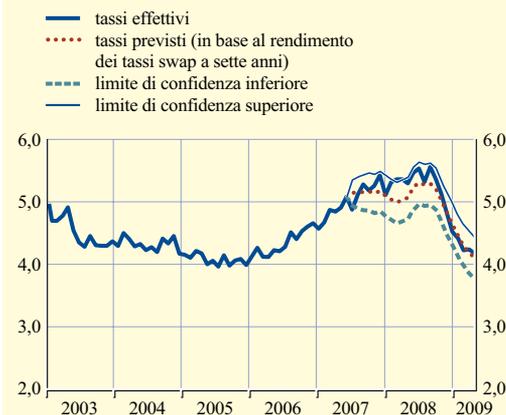
L'EFFETTO DELLA CRISI FINANZIARIA SUI TASSI DI INTERESSE A LUNGO TERMINE DELLE IFM

Infine, quanto alle evidenze sulla trasmissione relativa ai tassi sui prestiti a più lungo termine dall'inizio della crisi finanziaria a metà 2007, le

24) L'andamento si riflette, ad esempio, nella domanda netta di prestiti fortemente negativa rilevata nell'indagine di luglio sul credito bancario.

Figura 10 Tassi a lungo termine effettivi e previsti sui prestiti alle società non finanziarie

(percentuali annue; dati mensili; gennaio 2003-maggio 2009)

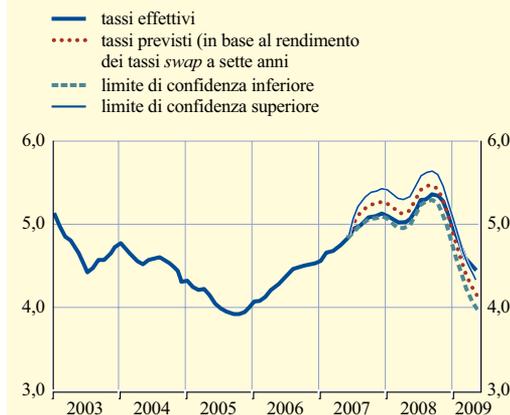


Fonti: BCE, Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: previsioni (dinamiche) di n periodi in avanti per l'arco temporale da luglio 2007 a maggio 2009, basate sugli andamenti effettivi dei tassi di mercato e sui coefficienti stimati del modello descritto nel riquadro.

Figura 11 Tassi a lungo termine effettivi e previsti sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

(percentuali annue; dati mensili; gennaio 2003-maggio 2009)



Fonti: BCE, Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: previsioni (dinamiche) di n periodi in avanti per l'arco temporale da luglio 2007 a maggio 2009, basate sugli andamenti effettivi dei tassi di mercato e sui coefficienti stimati del modello descritto nel riquadro.

figure 10 e 11 mostrano i tassi effettivi a lungo termine sui prestiti rispettivamente alle società non finanziarie e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, a fronte dei tassi previsti sulla base del modello a correzione di errore descritto nel riquadro e del tasso *swap* a sette anni. Nel complesso, considerando gli andamenti dei tassi di mercato fra giugno 2007 e maggio 2009, le variazioni dei tassi di politica monetaria sono state trasmesse ai tassi a lungo termine su entrambe le tipologie di prestito in modo sostanzialmente analogo al comportamento passato. Nella seconda metà del 2007 e per gran parte del 2008 il tasso sui prestiti a lungo termine alle società non finanziarie (piuttosto volatile) ha oscillato su un livello lievemente superiore a quello previsto dal modello di trasmissione, circostanza che potrebbe riflettere la pratica delle banche di fissare tassi di interesse relativamente elevati nel contesto del protrarsi di una domanda robusta di prestiti durante questo periodo di notevole incertezza. Inoltre, al pari dei tassi di interesse a breve termine delle IFM, anche i tassi sui prestiti a lungo termine sono diminuiti nei mesi recenti e le banche dell'area dell'euro, nonostante i problemi con cui si devono confrontare in termini di redditività e posizione di bilancio, avrebbero

trasmesso le riduzioni dei tassi di riferimento in una misura sostanzialmente analoga al passato, ancorché nei mesi più recenti i tassi effettivi sui mutui per l'acquisto di abitazioni siano stati lievemente superiori alle previsioni basate sul tasso *swap* a sette anni.

Nel complesso, la trasmissione delle variazioni dei tassi di riferimento ai tassi sui prestiti a lungo termine non sembra essere stata notevolmente più lenta che in passato. L'andamento dovrebbe però essere considerato anche nel contesto di una domanda di prestiti più debole da parte delle imprese e delle famiglie, rilevata nelle ultime indagini sul credito bancario, che potrebbe aver esercitato una pressione al ribasso sui tassi applicati ai prestiti bancari. Per effetto dei numerosi fattori contrapposti che interessano attualmente i tassi sui prestiti bancari nel quadro del protrarsi di un'elevata incertezza, nei prossimi mesi sarà indispensabile seguirne gli andamenti da vicino.

5 CONCLUSIONI

Poiché nell'area dell'euro vige un sistema finanziario basato sul settore bancario, il grado in

cui i tassi di politica monetaria sono trasmessi ai tassi di interesse offerti dalle banche dell'area alla clientela al dettaglio è un aspetto essenziale del processo di trasmissione della politica monetaria. Il presente articolo ha analizzato i principali fattori che interessano la trasmissione delle variazioni dei tassi di riferimento ai tassi di interesse bancari. Ha altresì esaminato l'evidenza disponibile per l'area dell'euro e ha considerato il funzionamento del processo di trasmissione durante il recente periodo di tensioni nei mercati finanziari. Nel complesso, nonostante alcune disparità di fondo fra i paesi dell'area, negli anni recenti la trasmissione dei tassi di interesse bancari sembra aver funzionato in maniera soddisfacente, nel senso che il comovimento fra i tassi di interesse bancari al dettaglio e i tassi di mercato non avrebbe evidenziato marcate differenze rispetto all'andamento passato. Anche

durante la crisi finanziaria attuale la trasmissione dei tassi di interesse bancari ha funzionato relativamente bene in termini di risposta all'andamento dei tassi Euribor e dei tassi di mercato a più lungo termine, anche se non altrettanto in termini di risposta all'andamento dell'Eonia nel contesto delle protratte tensioni nel mercato monetario interbancario durante questo periodo. Allo stesso tempo i criteri per la concessione del credito hanno registrato un significativo irrigidimento nei recenti trimestri, ostacolando in qualche misura la regolare trasmissione ai tassi sui prestiti bancari al dettaglio. Con il graduale miglioramento dell'economia, il rafforzamento della componente patrimoniale delle banche e la normalizzazione del loro comportamento in relazione all'assunzione di rischio, sarà indispensabile che le banche aumentino la loro attività di prestito.

ARTICOLI

La trasmissione della politica monetaria ai tassi bancari al dettaglio nell'area dell'euro: andamenti recenti



STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

INDICE ¹⁾

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

S6

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

S7

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta

S8

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

S9

2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro

S10

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro

S11

2.3 Statistiche monetarie

S12

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM

S14

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM

S17

2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM

S20

2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM

S21

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM

S22

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

S24

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

S25

3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

S26

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

S30

3.3 Famiglie

S32

3.4 Società non finanziarie

S33

3.5 Società di assicurazione e fondi pensione

S34

4 MERCATI FINANZIARI

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

S35

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

S36

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

S38

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

S40

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

S42

4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

S44

4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro

S45

4.8 Indici del mercato azionario

S46

5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

S47

5.2 Produzione e domanda

S50

5.3 Mercato del lavoro

S54

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

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

ALLARGAMENTO DELL'AREA DELL'EURO DAL 1° GENNAIO 2009 PER L'INGRESSO DELLA SLOVACCHIA

Tutti i dati relativi al 2009 si riferiscono agli Euro 16 (area dell'euro, inclusa la Slovacchia) per tutte le serie, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie e l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche relative all'area dell'euro coprono gli Stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole. In tali casi, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per l'anno di ingresso nell'area dell'euro di Grecia (2001), Slovenia (2007), Cipro (2008), Malta (2008) e Slovacchia (2009), calcolate su basi che coprono l'anno precedente quello di ingresso, utilizzano serie che tengono conto dell'impatto dell'entrata di tali paesi nell'area dell'euro. Dati storici relativi all'area dell'euro anteriori all'ingresso della Slovacchia sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo: <http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>.

Segni convenzionali nelle tavole

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

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Andamenti monetari e tassi di interesse ¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ²⁾³⁾	M3 ²⁾³⁾ media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche ²⁾	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM ²⁾	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Tassi a pronti a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno di fine periodo) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	6,5	9,9	11,2	-	10,8	18,6	4,28	4,38
2008	2,4	9,7	9,7	-	9,5	18,7	4,64	3,69
2008 3° trim.	0,7	9,2	9,1	-	9,1	18,2	4,98	4,34
4° trim.	2,7	8,9	8,2	-	7,4	19,8	4,24	3,69
2009 1° trim.	5,3	7,2	6,0	-	4,6	25,1	2,01	3,77
2° trim.	7,9	5,5	4,3	-	2,2	.	1,31	3,99
2009 feb.	6,1	6,9	5,8	5,6	4,3	25,9	1,94	3,85
mar.	5,9	6,2	5,1	5,2	3,1	26,7	1,64	3,77
apr.	8,3	5,9	4,9	4,6	2,3	26,8	1,42	3,79
mag.	7,9	5,0	3,7	4,1	1,8	26,0	1,28	4,18
giu.	9,3	4,8	3,5	.	1,5	.	1,23	3,99
lug.	.	.	.	.	.	.	0,97	3,74

2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro ⁵⁾

	IAPC ¹⁾	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria mani- fatturiera (in perc.)	Occupazione	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	2,1	2,7	2,7	2,7	3,7	84,1	1,8	7,5
2008	3,3	6,1	3,3	0,7	-1,8	81,8	0,8	7,5
2008 4° trim.	2,3	3,4	4,0	-1,7	-8,9	78,1	0,0	8,0
2009 1° trim.	1,0	-2,0	3,7	-4,9	-18,2	72,5	-1,3	8,8
2° trim.	0,2	-5,8	.	.	.	69,9	.	9,3
2009 feb.	1,2	-1,9	-	-	-19,2	-	-	8,8
mar.	0,6	-3,2	-	-	-18,7	-	-	9,0
apr.	0,6	-4,8	-	-	-20,6	70,3	-	9,2
mag.	0,0	-5,9	-	-	-17,0	-	-	9,3
giu.	-0,1	-6,6	-	-	.	-	-	9,4
lug.	-0,6	.	-	-	.	69,5	-	.

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 ⁶⁾ (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
2007	24,8	46,4	-92,5	159,7	347,2	107,9	109,0	1,3705
2008	-89,0	-6,0	-242,3	441,5	374,2	113,0	113,6	1,4708
2008 3° trim.	-21,2	-9,0	-35,9	121,5	372,5	114,1	114,3	1,5050
4° trim.	-28,5	-0,6	-77,7	204,2	374,2	109,1	109,6	1,3180
2009 1° trim.	-40,8	-10,3	-38,5	179,4	395,7	111,9	112,2	1,3029
2° trim.	.	.	.	.	381,5	113,2	113,4	1,3632
2009 feb.	-6,5	0,3	-8,5	81,4	423,1	110,4	110,7	1,2785
mar.	-6,1	3,3	-20,6	95,7	395,7	113,3	113,5	1,3050
apr.	-7,4	3,9	-4,5	-9,0	386,3	112,5	112,8	1,3190
mag.	-12,7	2,2	6,1	53,8	392,2	113,0	113,2	1,3650
giu.	.	.	.	.	381,5	114,0	114,2	1,4016
lug.	.	.	.	.	.	113,8	114,0	1,4088

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 percentuali sul periodo corrispondente sono calcolate su dati di fine periodo per i dati mensili, su medie nel periodo per i dati trimestrali e annuali. 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

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	10 luglio 2009	17 luglio 2009	24 luglio 2009	31 luglio 2009
Oro e crediti in oro	232.126	232.127	232.126	232.120
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	160.365	159.624	159.626	159.614
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	68.964	62.878	62.639	61.226
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	19.511	20.628	19.947	18.712
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	808.008	801.888	789.848	775.730
Operazioni di rifinanziamento principali	106.406	100.294	88.273	94.780
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	701.453	701.456	701.456	680.780
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	135	94	96	151
Crediti connessi a scarti di garanzia	14	44	23	19
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	23.017	22.761	23.989	24.301
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	301.718	301.197	305.619	306.611
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	66	1.079	2.901	4.232
Altri titoli	301.652	300.118	302.719	302.379
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	36.230	36.230	36.230	36.230
Altre attività	238.970	238.380	237.824	239.548
Attività totali	1.888.909	1.875.712	1.867.848	1.854.093

2. Passività

	10 luglio 2009	17 luglio 2009	24 luglio 2009	31 luglio 2009
Banconote in circolazione	770.275	770.379	768.445	772.801
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	427.353	419.415	389.811	394.844
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	271.815	229.528	194.492	186.105
Depositi overnight	155.535	189.873	195.315	208.737
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	2	13	3	3
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	279	278	260	298
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	132.581	142.772	167.243	151.699
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	123.226	109.496	107.028	98.261
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	4.831	3.706	4.425	3.207
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	10.346	11.874	12.387	13.993
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.436	5.436	5.436	5.436
Altre passività	153.826	151.598	152.057	152.799
Rivalutazioni	187.797	187.797	187.797	187.797
Capitale e riserve	72.960	72.961	72.960	72.958
Passività totali	1.888.909	1.875.712	1.867.848	1.854.093

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

Con effetto dal ¹⁾	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
			Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile	Variazione	Livello	Variazione
	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Livello	Livello			
	Livello	Variazione	Livello	Livello	Variazione	Livello	Variazione
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 dic.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15 giu.	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9 ago.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11 ott.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13 dic.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14 mar.	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
13 giu.	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008 9 lug.	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
8 ott.	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
9 ⁴⁾	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
15 ⁵⁾	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
12 nov.	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
10 dic.	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009 21 gen.	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
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 ^{1), 2)}

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

1. Operazioni di rifinanziamento principali e a lungo termine ^{3), 4)}

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)	
				Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁵⁾		Tasso medio ponderato
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Operazioni di rifinanziamento principali									
2009	8 apr.	237.634	536	237.634	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
	13	229.565	512	229.565	1,00	-	-	-	7
	20	221.324	558	221.324	1,00	-	-	-	7
	27	276.814	709	276.814	1,00	-	-	-	7
	3 giu.	227.576	620	227.576	1,00	-	-	-	7
	10	302.077	604	302.077	1,00	-	-	-	7
	17	309.621	670	309.621	1,00	-	-	-	7
	24	167.902	530	167.902	1,00	-	-	-	7
	1 lug.	105.905	405	105.905	1,00	-	-	-	7
	8	106.406	397	106.406	1,00	-	-	-	7
	15	100.294	389	100.294	1,00	-	-	-	7
	22	88.272	396	88.272	1,00	-	-	-	7
	29	94.780	382	94.780	1,00	-	-	-	7
	5 ago.	80.785	348	80.785	1,00	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine									
2009	13 mag.	116.063	113	116.063	1,00	-	-	-	28
	14	33.666	56	33.666	1,00	-	-	-	91
	14	20.695	97	20.695	1,00	-	-	-	182
	28	27.541	104	27.541	1,00	-	-	-	91
	10 giu.	56.780	147	56.780	1,00	-	-	-	28
	11	14.536	44	14.536	1,00	-	-	-	91
	11	18.202	110	18.202	1,00	-	-	-	182
	25	442.241	1.121	442.241	1,00	-	-	-	371
	25	6.432	70	6.432	1,00	-	-	-	98
	8 lug.	38.285	86	38.285	1,00	-	-	-	35
	9	2.996	28	2.996	1,00	-	-	-	91
	9	9.067	56	9.067	1,00	-	-	-	189
	30	9.492	68	9.492	1,00	-	-	-	91

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile					Durata della operazione (giorni)	
					Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale ⁵⁾		Tasso medio ponderato
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2008	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
	12 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	109.091	128	108.056	-	-	1,25	1,05	0,93	1
	9 giu.	Raccolta di depositi a tempo determinato	91.551	101	57.912	-	-	1,00	0,80	0,77	1
	7 lug.	Raccolta di depositi a tempo determinato	279.477	165	275.986	-	-	1,00	0,80	0,64	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 ¹⁾	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9	
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7	
2009 feb.	18.466,6	10.142,2	870,3	2.438,4	1.272,4	3.743,2	
mar.	18.269,2	10.015,6	845,4	2.443,0	1.203,2	3.761,9	
apr.	18.447,1	10.085,4	846,1	2.452,5	1.253,3	3.809,8	
mag.	18.490,5	9.973,6	854,6	2.404,8	1.225,6	4.031,9	

2. Assolvimento dell'obbligo di riserva

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009 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	220,8	1,1	0,0	1,25
9 giu.	216,7	217,9	1,2	0,0	1,00
7 lug.	218,1	219,2	1,1	0,0	1,00
11 ago.	216,0	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto) ⁴⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2007	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9
2008	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1.150,7
2009 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
12 mag.	512,4	239,7	426,9	0,7	0,0	42,7	3,1	757,5	141,9	13,7	220,8	1.021,0
9 giu.	487,9	238,8	400,6	0,7	0,0	22,3	2,1	759,8	141,7	-15,8	217,9	1.000,0
7 lug.	457,1	221,4	504,9	1,3	0,0	119,7	9,9	763,1	137,9	-65,1	219,2	1.102,0

Fonte: BCE.

- 1) Fine periodo.
- 2) L'aggregato soggetto a riserva a fine ottobre 2008 è utilizzato per il calcolo dell'obbligo di riserva delle istituzioni creditizie dell'area dell'euro per il periodo di mantenimento delle riserve che termina a fine gennaio 2009 e quindi include l'aggregato delle istituzioni creditizie della Slovacchia. Per quanto concerne l'ammontare dell'aggregato a fine ottobre 2008, le istituzioni creditizie site in altri paesi dell'area dell'euro potrebbero aver deciso di dedurre dai propri aggregati soggetti a riserva eventuali passività nei confronti di istituzioni creditizie con sede in Slovacchia.
- 3) In conseguenza dell'adozione dell'euro da parte della Slovacchia dal 1° gennaio 2009 l'aggregato soggetto a riserva è una media ponderata per il numero di giorni di calendario degli aggregati dei 15 paesi dell'area dell'euro per il periodo 10-31 dicembre 2008 e di quelli dei 16 paesi attualmente nell'area per il periodo dal 1° al 20 gennaio 2009.
- 4) A partire dal 1° gennaio 2009 include le operazioni di politica monetaria in forma di operazioni temporanee di *fine tuning* condotte dalla Národná Banka Slovenska prima di tale data e ancora in essere successivamente ad essa.

2

MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007	2.046,1	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	373,7	15,2	339,6
2008 3° trim.	2.473,4	1.342,5	18,5	0,7	1.323,3	278,9	237,4	2,4	39,1	-	14,7	482,4	16,0	338,9
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.	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
apr.	2.710,2	1.479,4	18,1	0,7	1.460,7	378,1	326,5	2,4	49,2	-	14,7	487,5	15,8	334,7
mag.	2.678,1	1.452,0	18,1	0,7	1.433,2	375,8	322,9	2,5	50,4	-	15,0	488,6	15,8	331,0
giu. ^(p)	2.893,3	1.671,5	17,7	0,7	1.653,1	381,0	327,0	2,7	51,3	-	15,0	486,1	16,4	323,4
IFM escluso l'Eurosistema														
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	18.134,4	978,8	10.800,1	6.355,5	4.207,8	1.195,4	1.106,8	1.905,6	101,8	1.316,1	5.125,7	203,2	2.445,5
4° trim.	31.840,7	18.053,4	967,6	10.768,2	6.317,6	4.630,8	1.244,7	1.406,3	1.979,8	98,7	1.199,7	4.756,6	211,6	2.889,9
2009 gen.	32.287,8	18.203,0	983,2	10.854,8	6.364,9	4.769,0	1.308,3	1.409,5	2.051,1	101,6	1.205,1	4.861,4	210,6	2.937,0
feb.	32.133,5	18.071,0	979,8	10.831,8	6.259,4	4.849,5	1.342,4	1.430,3	2.076,8	102,8	1.189,0	4.770,4	215,0	2.935,7
mar.	31.747,4	17.907,7	970,7	10.810,5	6.126,6	4.920,7	1.387,3	1.447,5	2.085,9	104,1	1.185,7	4.545,4	215,1	2.868,7
apr.	31.862,8	17.907,6	982,4	10.806,9	6.118,3	4.993,6	1.405,1	1.472,9	2.115,6	103,8	1.217,8	4.611,3	214,0	2.814,7
mag.	31.525,3	17.863,1	974,7	10.804,1	6.084,2	5.034,7	1.421,9	1.469,7	2.143,1	102,6	1.214,5	4.475,6	214,5	2.620,4
giu. ^(p)	31.815,3	18.051,5	998,5	10.834,6	6.218,4	5.079,9	1.468,2	1.488,1	2.123,6	94,8	1.198,2	4.428,7	215,1	2.747,2

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ³⁾	Obbligazioni ⁴⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007	2.046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	66,0	330,3
2008 3° trim.	2.473,4	705,4	932,3	51,3	17,7	863,3	-	0,1	264,4	288,1	283,1
4° trim.	2.983,0	784,8	1.217,5	68,8	16,6	1.132,1	-	0,1	274,0	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	317,6
mar.	2.783,6	768,9	1.114,9	135,6	23,3	956,0	-	0,1	296,4	301,6	301,8
apr.	2.710,2	781,0	1.046,9	140,3	21,5	885,1	-	0,1	293,2	274,9	314,1
mag.	2.678,1	783,4	1.053,1	137,2	19,0	897,0	-	0,1	291,5	249,0	300,9
giu. ^(p)	2.893,3	785,9	1.257,5	125,1	23,6	1.108,7	-	0,1	283,3	208,0	358,5
IFM escluso l'Eurosistema											
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	1.683,6	4.533,4	2.747,4
2008 3° trim.	31.534,6	-	16.234,4	139,9	9.347,6	6.746,8	833,2	4.851,4	1.756,1	4.890,5	2.968,9
4° trim.	31.840,7	-	16.759,8	190,8	9.710,5	6.858,5	825,4	4.848,3	1.767,5	4.396,0	3.243,8
2009 gen.	32.287,8	-	16.816,0	222,6	9.753,5	6.839,9	861,9	4.920,9	1.786,0	4.670,8	3.232,1
feb.	32.133,5	-	16.704,9	228,2	9.758,6	6.718,1	883,1	4.971,3	1.781,9	4.560,5	3.231,8
mar.	31.747,4	-	16.609,3	216,2	9.786,1	6.607,0	885,2	4.936,2	1.778,7	4.343,8	3.194,2
apr.	31.862,8	-	16.646,7	198,0	9.870,6	6.578,2	886,1	4.975,9	1.790,6	4.399,8	3.163,7
mag.	31.525,3	-	16.572,1	194,4	9.877,2	6.500,5	874,5	5.000,3	1.804,3	4.264,1	3.010,0
giu. ^(p)	31.815,3	-	16.797,2	227,5	9.935,0	6.634,7	844,1	4.979,7	1.827,2	4.221,0	3.146,1

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 ¹⁾
(miliardi di euro; dati di fine periodo per le consistenze; transazioni nel periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2006	19.710,1	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	11.798,0	997,3	10.800,7	2.542,0	1.432,8	1.109,2	874,3	5.608,1	219,2	2.736,2
4° trim.	24.107,5	11.755,1	986,2	10.768,8	2.961,4	1.552,6	1.408,8	786,3	5.236,4	227,3	3.141,2
2009 gen.	24.488,5	11.857,3	1.001,8	10.855,5	3.034,9	1.622,9	1.412,0	789,3	5.385,2	226,6	3.195,1
feb.	24.430,4	11.830,9	998,4	10.832,4	3.093,7	1.660,7	1.433,0	777,1	5.300,9	230,9	3.196,9
mar.	24.151,3	11.800,5	989,4	10.811,1	3.160,1	1.710,1	1.450,0	770,3	5.036,4	230,9	3.153,2
apr.	24.236,7	11.808,1	1.000,5	10.807,6	3.206,8	1.731,6	1.475,2	795,6	5.098,8	229,8	3.097,7
mag.	23.901,7	11.797,6	992,8	10.804,8	3.217,0	1.744,8	1.472,2	792,7	4.964,2	230,2	2.899,9
giu. ^(p)	24.082,1	11.851,5	1.016,2	10.835,2	3.286,0	1.795,2	1.490,9	778,8	4.914,8	231,4	3.019,6
Transazioni											
2007	2.573,3	1.014,8	-9,9	1.024,7	232,2	-46,3	278,5	55,5	781,3	-0,5	490,0
2008	1.611,0	601,2	12,5	588,7	373,0	58,1	314,9	-56,0	-71,2	-2,1	766,2
2009 1° trim.	-140,4	6,5	2,1	4,4	180,8	142,0	38,7	-4,1	-279,3	2,1	-46,3
2° trim. ^(p)	15,5	72,5	27,4	45,0	137,5	90,4	47,2	5,8	-63,6	0,5	-138,2
2009 gen.	87,4	38,3	14,1	24,2	52,1	56,0	-3,9	11,1	-44,3	-2,2	32,6
feb.	-89,0	-25,2	-3,3	-21,9	58,9	37,1	21,8	-7,6	-105,2	4,4	-14,3
mar.	-138,9	-6,6	-8,6	2,0	69,7	48,9	20,8	-7,6	-129,8	0,0	-64,6
apr.	59,9	7,0	11,3	-4,3	47,6	21,4	26,2	21,7	41,2	-1,1	-56,4
mag.	-224,2	6,7	-7,5	14,1	21,6	19,8	1,8	-3,1	-52,4	0,4	-198,4
giu. ^(p)	179,8	58,8	23,6	35,1	68,3	49,2	19,2	-12,8	-52,4	1,2	116,7

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Obbligazioni ³⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
Consistenze										
2006	19.710,1	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	1.492,7	4.599,4	3.077,7	-56,5
2008 3° trim.	23.777,8	657,2	191,2	9.365,3	731,1	2.906,9	1.563,9	5.178,6	3.252,1	-68,7
4° trim.	24.107,5	723,0	259,6	9.727,2	726,3	2.828,2	1.613,6	4.779,3	3.567,1	-117,1
2009 gen.	24.488,5	712,3	325,1	9.772,6	759,9	2.824,4	1.658,6	4.999,9	3.575,4	-140,2
feb.	24.430,4	716,0	339,1	9.780,9	779,9	2.849,0	1.670,3	4.861,9	3.549,4	-116,5
mar.	24.151,3	719,9	351,8	9.809,4	780,8	2.801,4	1.645,8	4.645,3	3.496,0	-99,5
apr.	24.236,7	729,2	338,2	9.892,1	782,0	2.811,1	1.646,9	4.674,7	3.477,8	-115,7
mag.	23.901,7	732,0	331,5	9.896,2	771,6	2.806,9	1.659,1	4.513,1	3.310,9	-120,0
giu. ^(p)	24.082,1	735,0	352,7	9.958,6	749,0	2.804,9	1.676,2	4.429,1	3.504,6	-128,2
Transazioni										
2007	2.573,3	45,8	-13,4	838,8	54,5	270,0	150,1	774,5	465,7	-13,1
2008	1.611,0	83,3	106,1	606,8	29,8	-27,8	142,4	64,8	664,7	-59,2
2009 1° trim.	-140,4	-4,4	89,3	26,2	55,8	-37,5	19,4	-198,1	-84,2	-6,9
2° trim. ^(p)	15,5	15,0	0,9	158,0	-19,8	17,6	35,7	-170,5	-8,4	-13,0
2009 gen.	87,4	-12,0	62,5	-23,0	34,8	-39,0	20,8	76,7	37,1	-70,5
feb.	-89,0	3,6	14,0	8,9	20,2	22,3	8,9	-149,9	-36,2	19,1
mar.	-138,9	4,0	12,7	40,3	0,9	-20,8	-10,3	-124,9	-85,2	44,5
apr.	59,9	9,3	-13,3	79,6	2,5	4,9	4,3	8,3	-15,7	-20,0
mag.	-224,2	2,8	-6,7	16,2	0,4	15,5	14,2	-86,9	-192,2	12,4
giu. ^(p)	179,8	3,0	20,8	62,2	-22,7	-2,9	17,2	-91,9	199,6	-5,4

Fonte: BCE.

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

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

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

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

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

1. Aggregati monetari ²⁾ e loro contropartite

	M1		M2		M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro		Attività nette sull'estero ³⁾					
	1	2	3	4	5				6	7		8	9	10	11	12
Consistenze																
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	-	5.968,1	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	-	6.123,8	2.443,8	12.801,8	10.793,3	-	434,7				
4° trim.	3.982,0	4.046,2	8.028,2	1.379,0	9.407,3	-	6.294,2	2.562,1	12.985,7	10.784,6	-	430,0				
2009 gen.	4.103,7	3.986,1	8.089,8	1.308,5	9.398,3	-	6.443,9	2.624,3	13.085,0	10.869,9	-	369,3				
feb.	4.133,5	3.981,1	8.114,6	1.323,6	9.438,2	-	6.490,0	2.656,5	13.090,8	10.859,7	-	421,2				
mar.	4.122,6	3.964,2	8.086,8	1.313,3	9.400,1	-	6.444,2	2.687,5	13.033,2	10.809,0	-	391,0				
apr.	4.199,9	3.961,6	8.161,6	1.315,1	9.476,6	-	6.468,0	2.712,9	13.011,9	10.792,2	-	453,6				
mag.	4.190,2	3.938,3	8.128,4	1.279,8	9.408,3	-	6.501,8	2.721,8	13.013,0	10.793,6	-	501,0				
giu. ^(p)	4.239,9	3.903,4	8.145,2	1.284,8	9.430,0	-	6.533,0	2.794,7	13.066,5	10.808,6	-	487,1				
Transazioni																
2007	148,8	529,7	678,5	224,3	902,8	-	467,1	-59,6	1.362,1	1.028,5	1.119,9	5,0				
2008	126,0	487,0	613,0	44,3	657,3	-	174,0	70,6	843,2	587,4	749,3	-137,5				
2009 1° trim.	105,1	-98,5	6,6	-62,3	-55,7	-	117,6	108,9	18,9	-13,6	7,9	-54,3				
2° trim. ^(p)	136,7	-67,7	68,9	-18,4	50,5	-	108,2	113,0	57,9	20,4	45,6	108,5				
2009 gen.	83,2	-84,8	-1,6	-65,3	-66,9	-	78,3	46,3	37,5	22,7	29,9	-110,0				
feb.	28,1	-2,3	25,7	15,3	41,1	-	40,6	31,7	12,6	-9,0	-3,8	43,0				
mar.	-6,2	-11,4	-17,6	-12,3	-29,9	-	-1,4	30,9	-31,2	-27,3	-18,2	12,8				
apr.	93,1	-18,2	74,9	2,8	77,7	-	19,4	25,3	-24,4	-17,5	-2,7	62,5				
mag.	-6,3	-16,7	-22,9	-26,4	-49,3	-	59,0	15,7	22,6	18,3	22,6	54,9				
giu. ^(p)	49,8	-32,8	17,0	5,1	22,1	-	29,8	72,0	59,8	19,7	25,6	-8,9				
Variazioni percentuali																
2006 dic.	7,6	11,6	9,4	13,2	9,9	9,8	8,5	-4,6	11,6	10,8	11,6	204,0				
2007 dic.	4,0	17,9	10,2	20,5	11,6	11,9	8,6	-2,6	12,8	11,2	12,1	5,0				
2008 set.	1,2	17,8	9,0	7,4	8,7	8,8	5,0	0,9	10,1	8,5	9,4	-223,9				
dic.	3,3	13,7	8,3	3,3	7,5	7,0	2,9	2,9	7,0	5,8	7,2	-137,5				
2009 gen.	5,1	10,0	7,5	-2,7	5,9	6,4	3,5	5,0	6,4	5,1	6,6	-238,6				
feb.	6,1	7,8	6,9	-0,8	5,8	5,6	4,5	6,7	5,7	4,3	5,8	-176,9				
mar.	5,9	6,4	6,2	-1,1	5,1	5,2	4,2	7,6	4,7	3,1	4,7	-133,0				
apr.	8,3	3,5	5,9	-1,2	4,9	4,6	4,1	7,9	3,7	2,3	3,9	-23,1				
mag.	7,9	2,1	5,0	-3,7	3,7	4,1	4,8	8,2	3,1	1,8	3,3	80,6				
giu. ^(p)	9,3	0,4	4,8	-4,0	3,5	.	5,0	10,8	3,0	1,5	2,8	103,5				

F1 Aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)

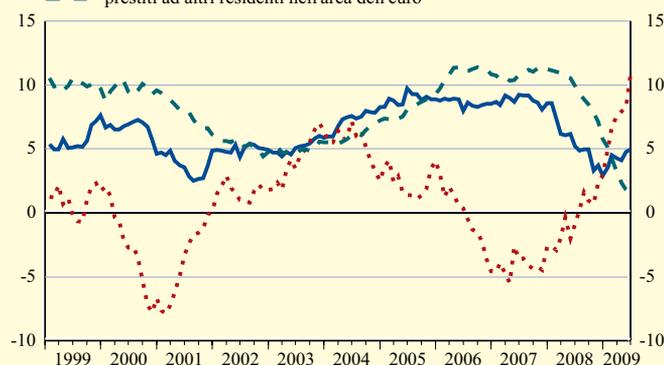
— M1
- - - M3



F2 Contropartite ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)

— passività finanziarie a lungo termine
- - - credito alle amministrazioni pubbliche
- - - prestiti ad altri residenti nell'area dell'euro



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) I valori nella sezione "variazioni percentuali" sono somme delle transazioni avvenute durante i 12 mesi terminanti nel periodo indicato.
- 4) Correzione dovuta alla cancellazione dei prestiti dei bilanci delle IFM a seguito di una loro cessione o cartolarizzazione.

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

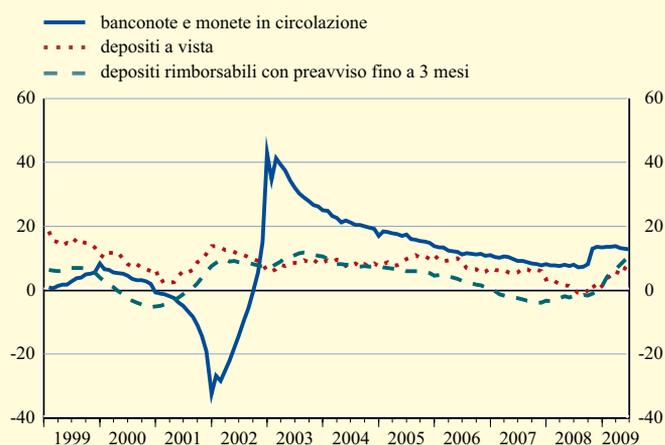
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2006	578,4	3.106,7	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	1.486,6
2008 3° trim.	662,9	3.231,4	2.453,8	1.532,2	342,5	736,5	288,2	2.616,7	114,8	1.833,3	1.558,9
4° trim.	710,0	3.272,0	2.478,8	1.567,4	354,1	756,2	268,8	2.573,1	121,2	1.992,8	1.607,0
2009 gen.	716,8	3.386,9	2.387,9	1.598,3	321,3	768,2	219,0	2.627,3	123,7	2.038,2	1.654,7
feb.	721,8	3.411,6	2.356,8	1.624,4	326,4	779,9	217,3	2.641,9	123,0	2.056,7	1.668,4
mar.	727,5	3.395,2	2.321,7	1.642,5	336,1	780,4	196,7	2.605,5	124,2	2.074,3	1.640,1
apr.	729,8	3.470,2	2.294,1	1.667,5	337,1	770,5	207,4	2.603,3	125,9	2.090,0	1.648,9
mag.	730,0	3.460,1	2.257,6	1.680,7	326,1	753,1	200,6	2.599,5	128,2	2.100,1	1.674,1
giu. ^(p)	734,2	3.505,6	2.209,2	1.696,2	355,1	745,6	184,0	2.604,8	129,4	2.117,5	1.681,3
Transazioni											
2007	46,7	102,1	582,3	-52,5	42,2	58,7	123,4	147,5	9,7	160,4	149,5
2008	83,4	42,6	467,2	19,8	48,1	33,2	-37,0	10,8	0,6	20,8	141,9
2009 1° trim.	16,1	89,0	-173,3	74,8	-18,0	25,6	-69,8	19,1	2,2	75,9	20,3
2° trim. ^(p)	6,8	129,9	-122,2	54,5	19,1	-23,1	-14,5	15,3	4,5	42,0	46,5
2009 gen.	5,4	77,9	-115,1	30,3	-33,0	13,2	-45,5	14,3	1,7	38,8	23,5
feb.	5,1	23,0	-28,4	26,1	5,0	11,9	-1,7	12,3	-0,7	18,1	10,9
mar.	5,6	-11,8	-29,7	18,3	9,9	0,4	-22,7	-7,5	1,2	19,1	-14,1
apr.	2,3	90,8	-43,9	25,7	0,9	-8,6	10,4	-6,7	1,0	13,1	11,9
mag.	0,2	-6,5	-30,0	13,3	-10,8	-6,9	-8,7	17,8	2,2	11,9	27,2
giu. ^(p)	4,2	45,6	-48,3	15,5	29,0	-7,6	-16,3	4,2	1,2	17,0	7,4
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	5,4	2,3	-5,6	3,8	12,2
dic.	13,3	1,3	23,4	1,3	15,6	4,8	-12,2	0,4	0,5	1,1	9,7
2009 gen.	13,7	3,4	14,6	3,9	5,4	2,8	-25,3	0,2	0,6	2,9	10,4
feb.	13,6	4,6	9,5	5,6	5,0	3,8	-20,1	1,3	1,3	4,1	10,7
mar.	13,8	4,3	6,4	6,6	8,0	4,1	-26,7	0,8	3,7	5,0	9,3
apr.	13,2	7,4	0,5	8,0	3,6	3,2	-20,3	0,1	5,1	5,5	9,2
mag.	13,1	6,8	-2,7	9,4	1,9	2,7	-27,7	0,4	7,7	5,6	10,8
giu. ^(p)	12,8	8,6	-6,1	10,3	5,4	2,8	-33,6	0,3	9,3	6,2	11,1

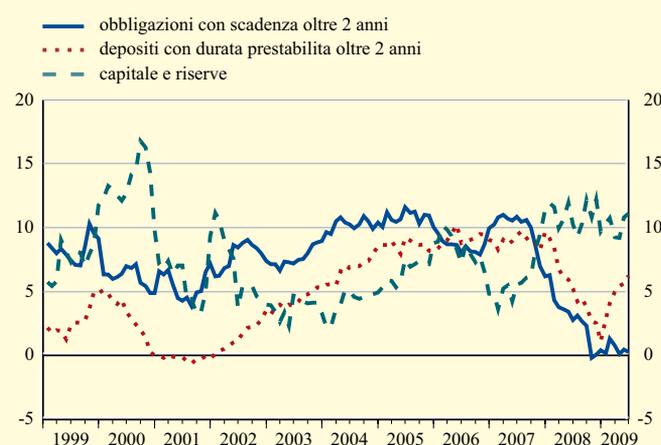
F3 Componenti degli aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

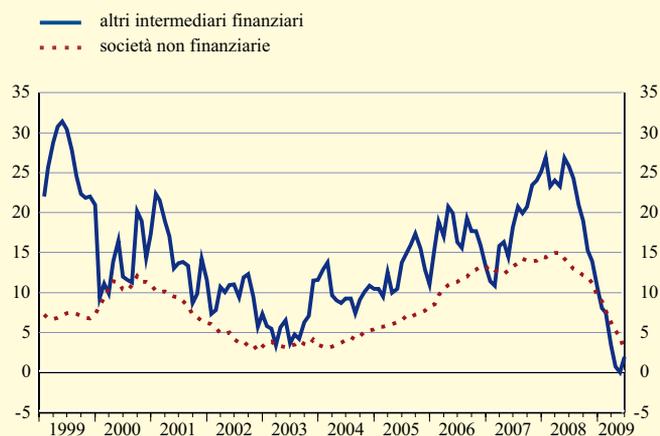
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati, dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Prestiti agli intermediari finanziari alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari ³⁾			Società non finanziarie			Famiglie ⁴⁾		
	Totale	Totale	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze											
2006	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	1.002,9	4.769,5	1.378,5	954,3	2.436,7	4.918,8	636,8	3.514,8	767,1	
4° trim.	103,7	974,6	4.824,2	1.383,9	960,8	2.479,4	4.882,1	630,6	3.482,1	769,4	
2009 gen.	98,2	990,0	4.882,9	1.394,2	977,7	2.510,9	4.898,9	639,6	3.488,9	770,3	
feb.	96,2	985,6	4.878,6	1.374,1	980,6	2.523,9	4.899,2	640,8	3.490,9	767,6	
mar.	103,2	970,0	4.847,3	1.339,0	980,8	2.527,5	4.888,6	640,8	3.480,6	767,2	
apr.	101,7	961,2	4.841,1	1.324,1	986,1	2.531,0	4.888,2	635,5	3.482,5	770,2	
mag.	101,6	978,2	4.826,8	1.315,9	982,0	2.528,8	4.887,0	633,7	3.481,0	772,4	
giu. ^(p)	105,1	1.023,5	4.787,8	1.285,3	976,5	2.526,0	4.892,2	635,8	3.487,0	769,4	
Transazioni											
2007	16,8	176,3	555,9	146,1	156,0	253,8	279,5	31,5	227,0	21,0	
2008	-4,2	90,0	421,6	88,5	120,1	213,1	80,1	10,7	52,0	17,3	
2009 1° trim.	-3,9	-11,6	9,4	-44,0	13,8	39,5	-7,5	2,5	-8,8	-1,2	
2° trim. ^(p)	2,0	57,0	-43,3	-49,4	0,5	5,5	4,8	-4,6	2,6	6,8	
2009 gen.	-5,7	4,9	27,0	-0,4	8,8	18,6	-3,5	-0,1	-3,3	-0,1	
feb.	-2,0	-5,7	-3,1	-19,2	2,9	13,3	1,7	1,7	2,2	-2,2	
mar.	3,8	-10,7	-14,6	-24,4	2,1	7,7	-5,7	0,9	-7,7	1,1	
apr.	-1,5	-9,9	-3,3	-14,4	5,8	5,3	-2,9	-5,3	1,1	1,4	
mag.	0,1	21,2	-4,8	-5,3	-1,3	1,7	1,8	-1,3	0,1	3,0	
giu. ^(p)	3,4	45,6	-35,2	-29,7	-4,0	-1,6	5,8	2,0	1,4	2,4	
Variazioni percentuali											
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	1,7	1,5	2,3	
2009 gen.	-4,7	8,3	9,0	6,1	13,0	9,1	1,2	1,5	0,9	1,9	
feb.	-8,1	7,8	7,7	3,3	12,0	8,7	0,7	1,1	0,4	1,4	
mar.	-5,5	3,5	6,2	-0,3	11,1	8,2	0,4	0,9	0,0	1,4	
apr.	-2,0	0,6	5,2	-1,7	10,6	7,1	0,0	-0,4	-0,2	1,6	
mag.	-3,0	0,0	4,4	-2,6	9,7	6,4	-0,2	-0,7	-0,5	1,9	
giu. ^(p)	-0,5	2,0	2,8	-5,4	7,3	5,7	0,2	-0,7	0,0	1,6	

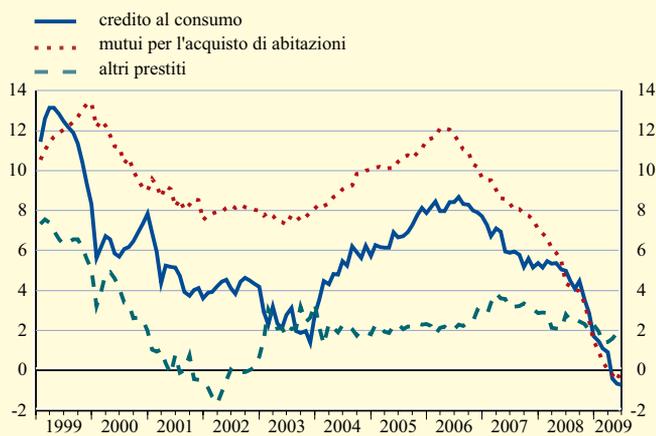
F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



F6 Prestiti alle famiglie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

3) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

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

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

2. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione				Altri intermediari finanziari ³⁾				Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2007	95,6	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	1.011,6	616,3	169,5	225,8	4.761,1	1.374,6	953,5	2.433,0
4° trim.	92,3	68,5	5,7	18,0	960,8	553,9	168,8	238,0	4.827,0	1.378,3	960,6	2.488,1
2009 mar.	102,1	75,7	6,2	20,2	986,5	568,6	179,9	238,0	4.843,0	1.336,2	981,2	2.525,6
apr.	103,7	77,3	5,7	20,7	984,0	562,6	180,4	241,0	4.844,0	1.328,1	985,6	2.530,3
mag.	105,7	78,9	5,7	21,0	993,6	575,6	179,4	238,6	4.826,5	1.312,5	982,8	2.531,2
giu. ^(p)	107,8	82,6	7,5	17,7	1.023,2	597,8	183,3	242,1	4.803,4	1.300,3	976,6	2.526,5
Transazioni												
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	-3,8	-2,9	-1,8	0,9	91,4	27,2	21,5	42,7	421,7	87,6	120,1	213,9
2009 1° trim.	6,5	5,8	0,6	0,1	18,7	10,0	11,1	-2,4	2,3	-41,1	14,6	28,9
2° trim. ^(p)	5,9	7,0	1,3	-2,5	40,2	31,9	3,1	5,2	-23,4	-31,6	0,2	8,0
2009 mar.	4,7	4,4	-0,3	0,5	9,1	11,7	1,1	-3,7	-7,9	-20,1	4,5	7,8
apr.	1,6	1,6	-0,5	0,5	-3,6	-6,8	0,1	3,1	3,9	-7,6	4,8	6,6
mag.	2,2	1,8	0,0	0,4	13,9	15,4	-0,2	-1,2	-8,0	-12,8	-0,1	4,8
giu. ^(p)	2,1	3,6	1,9	-3,4	29,9	23,3	3,2	3,3	-19,3	-11,2	-4,6	-3,4
Variazioni percentuali												
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. dic.	-7,6	-10,6	-26,1	18,7	18,9	15,6	24,5	24,7	12,1	9,8	17,5	11,4
	-3,9	-4,0	-23,7	5,0	10,7	5,4	14,6	22,2	9,6	6,8	13,9	9,4
2009 mar.	-5,2	-7,2	-18,0	10,4	3,5	-5,3	19,6	17,5	6,3	-0,3	11,1	8,2
apr.	-2,0	-2,0	-25,1	8,3	0,7	-9,5	19,1	18,4	5,2	-1,7	10,6	7,1
mag.	-3,1	-4,4	-22,7	11,2	0,0	-9,2	16,7	16,0	4,4	-2,6	9,7	6,4
giu. ^(p)	-0,3	0,9	-1,1	-4,2	2,0	-4,6	14,2	12,2	2,8	-5,4	7,4	5,7

3. Prestiti alle famiglie ⁴⁾

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2007	4.794,9	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.	4.888,2	632,8	138,8	196,1	298,0	3.484,8	17,2	67,5	3.400,2	770,5	155,0	90,5	524,9
2009 mar.	4.878,9	637,8	136,2	199,9	301,7	3.475,2	16,3	65,6	3.393,2	765,9	150,7	88,4	526,8
apr.	4.875,3	633,8	134,5	198,1	301,2	3.473,8	16,2	65,5	3.392,2	767,7	148,2	88,6	530,9
mag.	4.878,4	632,4	133,3	197,6	301,4	3.475,9	16,3	65,4	3.394,2	770,2	147,2	88,6	534,4
giu. ^(p)	4.900,1	639,2	136,0	199,1	304,1	3.486,9	16,1	65,8	3.404,9	774,1	155,2	88,5	530,4
Transazioni													
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	79,4	10,7	1,1	-9,1	18,6	51,4	1,1	-3,8	54,1	17,4	2,5	-5,3	20,2
2009 1° trim.	-23,2	-2,7	-2,4	-2,1	1,8	-17,0	-0,9	-3,3	-12,7	-3,5	-4,2	-1,8	2,6
2° trim. ^(p)	22,4	1,8	0,1	-0,4	2,2	7,9	-0,5	0,2	8,1	12,7	4,8	0,4	7,6
2009 mar.	-3,8	3,3	0,7	0,0	2,6	-8,1	-0,8	-1,2	-6,1	1,0	0,7	-0,3	0,7
apr.	-6,1	-4,1	-1,7	-1,7	-0,7	-2,2	-0,4	-0,1	-1,6	0,1	-2,5	0,2	2,4
mag.	6,1	-0,9	-1,1	-0,3	0,5	3,7	0,2	-0,1	3,6	3,3	-0,7	0,1	4,0
giu. ^(p)	22,4	6,8	2,9	1,6	2,3	6,3	-0,2	0,4	6,1	9,3	8,1	0,1	1,1
Variazioni percentuali													
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. dic.	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
	1,7	1,7	0,8	-4,4	6,7	1,5	7,0	-5,2	1,6	2,3	1,7	-5,1	4,0
2009 mar.	0,4	0,9	0,2	-4,5	5,1	0,0	1,0	-9,0	0,2	1,4	-0,2	-7,5	3,7
apr.	0,0	-0,4	-0,8	-6,1	3,8	-0,2	-1,5	-9,0	0,0	1,6	-1,0	-5,4	3,7
mag.	-0,2	-0,6	-1,8	-6,0	3,7	-0,5	1,1	-9,2	-0,3	1,9	-0,7	-5,1	4,0
giu. ^(p)	0,2	-0,7	-2,1	-5,2	3,1	0,1	-0,2	-8,8	0,2	1,6	-1,1	-5,5	3,8

Fonte: BCE.

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

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

3) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

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

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

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2006	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	955,1	59,8	895,3
2008 2° trim.	974,0	220,4	215,1	496,4	42,0	3.321,2	2.312,5	1.008,8	63,0	945,8
3° trim.	978,8	225,6	210,0	497,8	45,4	3.525,7	2.461,8	1.063,9	61,8	1.002,0
4° trim.	967,6	226,9	210,1	508,4	22,2	3.250,1	2.284,6	965,5	57,8	907,7
2009 1° trim. ^(p)	970,7	229,4	205,6	512,8	22,3	3.056,6	2.114,5	942,0	57,1	884,9
Transazioni										
2007	-8,0	-4,5	-13,0	6,0	3,6	541,6	382,1	159,5	0,3	159,2
2008	13,3	12,3	-8,1	16,3	-7,2	-51,7	-82,8	30,9	0,6	30,3
2008 2° trim.	17,7	9,7	2,1	1,1	4,8	-98,9	-93,4	-5,4	1,6	-7,0
3° trim.	4,5	4,9	-5,2	1,4	3,4	90,8	73,5	17,3	-3,2	20,5
4° trim.	-9,4	1,1	-0,2	12,8	-23,2	-256,3	-182,5	-73,9	-0,7	-73,2
2009 1° trim. ^(p)	2,0	2,1	-4,4	3,8	0,1	-236,8	-197,7	-39,3	-1,9	-37,5
Variazioni percentuali										
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 giu.	2,4	7,5	-1,8	2,4	11,7	7,8	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.	1,4	5,8	-3,7	3,3	-24,4	-1,5	-3,5	3,3	0,9	3,5
2009 mar. ^(p)	1,5	8,4	-3,6	3,9	-40,0	-14,2	-16,1	-9,7	-6,8	-9,9

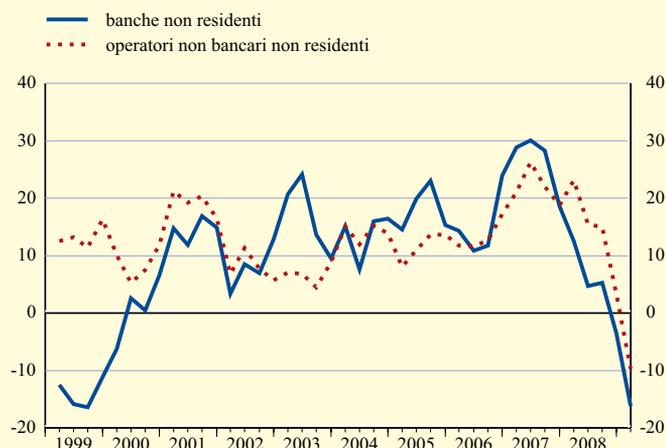
F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

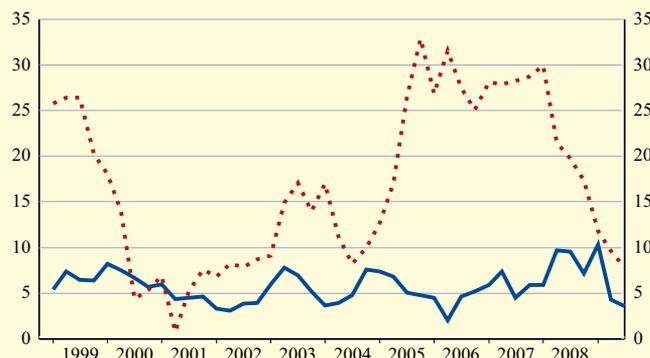
1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione						Altri intermediari finanziari ³⁾							
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
2006	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	1.804,1	320,9	420,5	853,4	12,3	0,1	197,0
2009 gen.	766,4	99,8	99,7	544,0	1,2	1,5	20,2	1.802,3	341,9	363,6	878,9	12,9	0,1	204,9
feb.	759,8	92,3	98,7	544,5	1,4	1,5	21,3	1.819,6	342,3	360,6	890,6	14,1	0,1	212,0
mar.	763,6	91,7	99,8	546,8	2,3	1,5	21,4	1.839,5	333,3	350,8	906,1	14,4	0,0	234,7
apr.	765,9	90,1	101,2	550,5	1,8	1,5	20,8	1.867,8	326,2	372,7	914,6	16,1	0,0	238,1
mag.	759,0	83,6	100,5	551,8	1,9	1,5	19,7	1.855,3	309,0	364,7	926,5	15,8	0,0	239,2
giu. ^(p)	753,3	85,3	93,7	551,9	1,7	1,5	19,0	1.894,8	335,0	343,5	946,0	15,2	0,0	255,0
Transazioni														
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	172,9	4,6	71,4	46,6	-0,3	-0,3	50,9
2009 1° trim.	-6,7	5,5	-18,8	7,8	0,5	0,0	-1,7	31,5	8,8	-68,5	51,3	2,1	0,0	37,7
2° trim. ^(p)	-10,2	-6,3	-6,1	5,1	-0,5	0,0	-2,4	60,0	19,4	-19,1	38,5	0,9	0,0	20,3
2009 gen.	-1,0	15,4	-18,6	5,1	0,1	0,0	-2,9	-10,4	17,9	-58,7	22,0	0,5	0,0	7,8
feb.	-6,6	-7,5	-1,0	0,5	0,2	0,0	1,2	16,2	-2,0	-1,4	11,3	1,2	0,0	7,1
mar.	1,0	-2,4	0,9	2,2	0,2	0,0	0,1	25,7	-7,1	-8,4	17,9	0,5	0,0	22,9
apr.	2,2	-1,7	1,3	3,6	-0,5	0,0	-0,6	27,0	9,3	6,6	6,1	1,7	0,0	3,4
mag.	-6,6	-6,4	-0,6	1,4	0,1	0,0	-1,1	-6,0	-15,8	-4,6	13,4	-0,2	0,0	1,2
giu. ^(p)	-5,8	1,7	-6,8	0,1	-0,1	0,0	-0,7	39,1	26,0	-21,1	19,0	-0,6	0,0	15,8
Variazioni percentuali														
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	-	10,5	11,8	1,4	20,8	7,2	-2,3	-	34,6
2009 gen.	6,5	18,5	26,0	3,1	-18,1	-	-20,2	9,2	1,2	6,6	10,0	-2,3	-	25,3
feb.	6,8	26,0	24,5	2,6	-12,6	-	-13,7	10,0	5,2	-0,7	12,7	14,9	-	28,3
mar.	4,3	8,9	13,9	2,4	-3,4	-	-2,2	9,6	-2,2	-2,3	13,7	6,4	-	39,4
apr.	4,7	16,6	10,4	2,8	-13,5	-	-8,1	9,0	7,5	-8,9	13,4	11,7	-	31,9
mag.	4,1	16,6	6,7	2,7	-1,0	-	-9,5	7,5	0,1	-9,0	12,5	22,7	-	32,0
giu. ^(p)	3,6	12,7	6,1	2,4	-13,3	-	-4,1	7,8	2,9	-14,2	12,9	24,6	-	39,9

F9 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

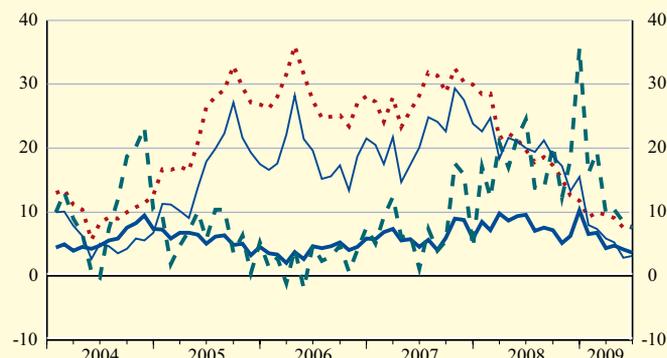
- società di assicurazione e di fondi pensione (totale)
- altri intermediari finanziari (totale)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



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 ^{1), 2)}

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

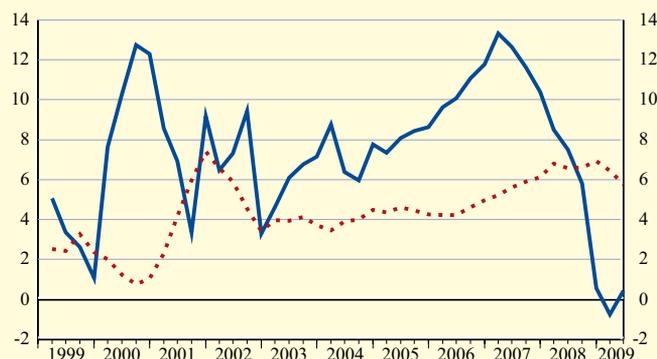
2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
2006	1.352,7	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.	1.516,5	889,9	508,6	64,6	28,3	1,3	23,7	5.370,2	1.814,7	1.350,1	517,9	1.490,2	113,6	83,7
2009 gen.	1.492,8	884,0	488,2	67,1	32,4	1,3	19,8	5.439,6	1.859,0	1.335,8	522,8	1.530,9	114,4	76,6
feb.	1.477,9	867,1	483,8	68,6	35,8	1,3	21,3	5.448,9	1.883,3	1.309,4	522,7	1.549,3	114,3	69,9
mar.	1.487,2	877,8	480,5	71,0	38,7	1,3	17,9	5.447,9	1.900,3	1.281,3	524,4	1.565,5	114,9	61,4
apr.	1.503,3	881,3	485,9	72,3	42,7	1,4	19,7	5.484,0	1.958,1	1.242,2	527,9	1.583,2	115,8	56,8
mag.	1.513,2	897,0	475,6	72,7	46,2	1,4	20,4	5.498,6	1.986,5	1.214,9	531,6	1.594,2	117,3	54,2
giu. ^(p)	1.529,5	923,1	464,1	72,2	48,9	1,5	19,6	5.507,1	2.011,8	1.186,9	535,4	1.603,8	118,3	50,9
Transazioni														
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	8,2	-4,5	13,3	3,3	-3,6	-0,3	0,0	347,6	28,6	335,6	-43,1	28,1	1,7	-3,4
2009 1° trim.	-39,3	-17,4	-32,2	5,0	11,1	0,0	-5,8	41,2	64,3	-80,3	3,9	75,1	0,5	-22,2
2° trim. ^(p)	46,0	47,9	-15,3	1,4	10,2	0,1	1,7	59,9	110,8	-93,1	11,0	39,0	2,7	-10,6
2009 gen.	-40,2	-15,7	-26,8	2,1	4,1	0,0	-3,9	29,0	22,3	-28,8	2,3	40,3	0,0	-7,1
feb.	-14,1	-16,4	-4,3	1,6	3,4	0,0	1,6	10,3	24,3	-25,3	-0,3	18,3	-0,1	-6,6
mar.	15,0	14,7	-1,1	1,2	3,5	0,0	-3,5	1,9	17,7	-26,2	1,9	16,4	0,6	-8,5
apr.	16,4	4,2	5,1	1,3	4,0	0,0	1,9	34,7	56,7	-39,4	3,5	18,3	0,3	-4,7
mag.	13,0	17,3	-8,9	0,5	3,5	0,0	0,6	16,7	28,8	-25,7	3,7	11,1	1,4	-2,6
giu. ^(p)	16,6	26,3	-11,4	-0,4	2,8	0,1	-0,8	8,5	25,3	-28,0	3,8	9,6	1,0	-3,3
Variazioni percentuali														
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	-11,8	-26,3	-31,6	-4,4	6,1	1,3	47,7	-7,5	-3,3	11,2	24,4
2008 set.	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
dic.	0,6	-0,5	2,8	5,4	-11,4	-16,2	0,0	6,9	1,6	33,2	-7,7	1,9	1,5	-3,9
2009 gen.	1,5	2,8	-1,2	9,1	6,3	-17,2	-11,2	6,9	4,1	24,7	-6,5	4,5	1,5	-16,5
feb.	-0,5	1,6	-6,3	10,9	20,7	-11,0	-8,5	6,9	6,4	19,4	-5,7	5,8	2,2	-27,1
mar.	-0,8	1,2	-6,6	13,4	31,5	-9,5	-21,9	6,5	6,8	15,2	-4,6	6,6	4,7	-35,8
apr.	-0,5	2,6	-9,6	14,2	50,3	-3,3	-5,9	6,2	9,1	8,3	-3,2	7,9	6,2	-41,8
mag.	-0,9	2,9	-12,0	13,5	64,5	-2,4	-4,3	5,9	10,3	3,7	-1,7	8,7	8,9	-46,8
giu. ^(p)	0,4	4,8	-11,7	12,4	75,6	1,0	-13,0	5,8	11,3	-0,5	-0,1	9,5	10,5	-48,4

F11 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

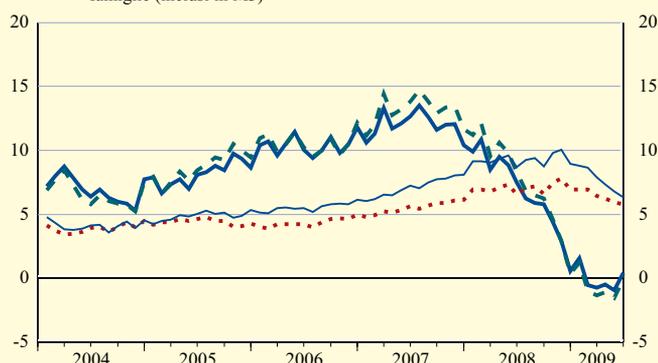
— società non finanziarie (totale)
 famiglie (totale)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

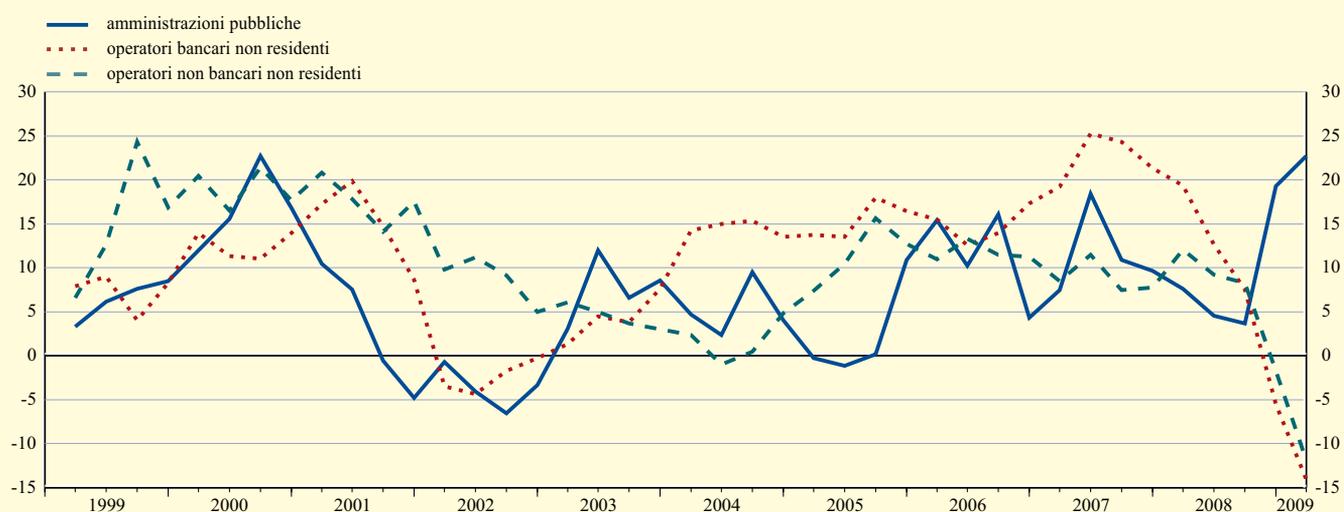
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2006	329,6	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	2.948,5	908,8	143,3	765,5
2008 2° trim.	412,3	156,0	56,4	113,5	86,4	4.020,6	3.041,2	979,4	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.	445,1	190,8	52,3	116,1	85,9	3.707,4	2.809,9	897,5	65,8	831,7
2009 1° trim. ^(p)	464,2	216,2	50,6	113,5	83,8	3.659,8	2.793,6	868,8	63,1	805,7
Transazioni										
2007	31,9	-3,1	13,6	9,8	11,6	610,6	543,5	67,1	20,2	46,8
2008	72,3	63,5	-6,5	8,4	7,0	-181,9	-164,8	-17,1	-36,8	19,6
2008 2° trim.	35,2	16,1	6,8	4,9	7,4	-16,6	-36,1	19,5	-1,7	21,2
3° trim.	-10,8	-16,0	5,2	0,8	-0,8	-15,4	-16,8	1,3	8,7	-7,4
4° trim.	45,9	50,8	-9,2	2,7	1,5	-427,4	-331,5	-95,9	-35,3	-60,6
2009 1° trim. ^(p)	15,4	22,5	-1,7	-3,4	-2,2	-107,4	-63,8	-41,7	-3,0	-38,6
Variazioni percentuali										
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	6,3
2008 giu.	4,6	-12,1	28,9	10,5	21,0	11,9	12,7	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.	19,3	49,9	-11,0	7,7	8,7	-4,6	-5,5	-1,7	-25,5	2,7
2009 mar. ^(p)	22,7	52,6	2,2	4,6	7,4	-13,6	-14,1	-11,9	-24,5	-9,9

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

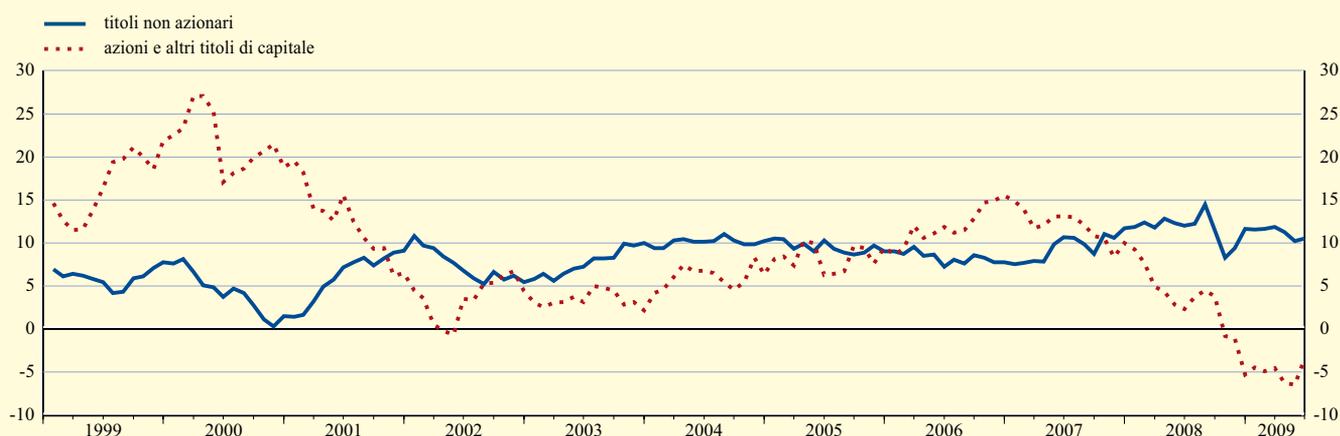
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2006	4.671,3	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.	5.516,3	1.803,6	102,0	1.179,8	15,6	1.057,4	49,4	1.308,5	1.605,7	452,1	864,0	289,5
4° trim.	5.858,4	1.887,4	92,4	1.225,4	19,3	1.355,2	51,2	1.227,5	1.477,1	423,3	776,4	277,4
2009 gen.	6.033,5	1.948,2	102,9	1.285,0	23,4	1.354,2	55,4	1.264,5	1.490,5	425,4	779,7	285,4
feb.	6.121,0	1.969,9	106,9	1.321,5	21,0	1.374,5	55,8	1.271,4	1.463,7	421,0	768,0	274,8
mar.	6.136,4	1.982,3	103,5	1.366,7	20,6	1.396,9	50,6	1.215,7	1.457,1	424,5	761,2	271,5
apr.	6.211,2	2.012,8	102,9	1.384,2	20,9	1.421,9	50,9	1.217,6	1.491,9	432,1	785,7	274,1
mag.	6.228,3	2.036,5	106,7	1.402,7	19,2	1.422,2	47,5	1.193,6	1.488,6	431,9	782,6	274,1
giu. ^(p)	6.278,7	2.017,2	106,4	1.447,9	20,3	1.440,8	47,4	1.198,9	1.473,7	429,5	768,7	275,6
Transazioni												
2007	543,8	136,1	18,0	-86,2	1,5	269,5	9,5	195,4	147,8	51,3	55,4	41,0
2008	600,3	212,5	6,0	36,6	1,9	295,3	19,1	28,8	-84,1	22,9	-56,5	-50,5
2009 1° trim.	255,1	95,6	8,6	133,7	0,4	41,4	-2,7	-21,9	-4,4	3,0	-4,2	-3,2
2° trim. ^(p)	165,5	36,4	3,7	84,8	0,3	48,8	-1,9	-6,7	15,8	7,8	5,6	2,4
2009 gen.	110,4	59,1	3,7	52,4	2,1	-4,1	0,1	-2,8	24,6	4,4	11,0	9,3
feb.	89,7	24,8	3,7	36,9	-2,4	21,6	-0,1	5,1	-18,8	-2,9	-7,6	-8,3
mar.	54,9	11,7	1,3	44,5	0,6	23,8	-2,8	-24,2	-10,3	1,5	-7,6	-4,2
apr.	64,7	30,1	-2,2	17,8	0,1	26,6	-0,3	-7,5	28,3	5,1	21,7	1,6
mag.	53,7	24,9	6,7	22,2	-0,8	3,1	-1,4	-1,0	1,2	4,6	-3,2	-0,2
giu. ^(p)	47,0	-18,7	-0,8	44,8	1,0	19,1	-0,2	1,8	-13,8	-2,0	-12,9	1,1
Variazioni percentuali												
2006 dic.	7,7	8,5	16,5	-8,7	4,4	19,2	25,6	24,1	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	3,9	11,0	7,9	-14,6
dic.	11,7	12,7	8,2	3,1	9,9	32,2	57,5	2,4	-5,3	5,4	-6,7	-15,3
2009 gen.	11,6	14,4	3,8	6,2	16,4	31,1	43,9	-1,3	-4,5	5,2	-6,5	-11,9
feb.	11,7	13,9	6,1	9,3	19,0	30,0	45,0	-2,8	-4,9	2,4	-5,4	-13,6
mar.	11,8	14,4	10,7	12,5	16,4	30,4	3,1	-5,2	-4,5	0,5	-6,5	-6,4
apr.	11,2	14,8	3,8	12,8	20,3	28,8	-3,7	-7,0	-6,3	0,4	-9,5	-6,6
mag.	10,2	13,5	2,8	14,0	18,4	26,0	-6,5	-8,3	-6,5	-1,1	-9,2	-6,6
giu. ^(p)	10,5	12,0	1,4	18,1	19,3	24,5	-6,0	-8,0	-3,5	0,8	-5,5	-4,3

F14 Disponibilità in titoli delle IFM ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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 1° trim.	-1,8	-0,5	-0,5	-0,8	-1,2	0,0	-0,1	-1,1	-2,2	-0,7	-0,2	-1,3
2009 gen.	-0,6	-0,2	-0,2	-0,3	-0,6	0,0	0,0	-0,6	-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.	-0,7	-0,3	-0,2	-0,3	-0,5	0,0	0,0	-0,4	-0,8	-0,2	-0,1	-0,5
apr.	-0,6	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2
mag.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,3	0,0	0,0	-0,3
giu. ^(p)	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5	0,0	0,0	-0,4	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3

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

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
2007	-12,5	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2008	-17,7	-4,0	-9,1	-4,5	-6,6	-3,4	-3,2
2008 4° trim.	-5,5	-1,2	-2,7	-1,6	-2,9	-0,8	-2,1
2009 1° trim.	-7,1	-3,5	-1,6	-2,0	-2,7	-1,3	-1,3
2009 gen.	-1,8	-0,8	-0,4	-0,6	-1,3	-0,9	-0,5
feb.	-1,4	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,1	-0,3
mar.	-3,9	-2,0	-0,9	-1,0	-1,0	-0,3	-0,6
apr.	-1,8	-0,7	-0,6	-0,6	0,1	-0,1	0,2
mag.	-1,2	-0,2	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1
giu. ^(p)	-2,7	-0,7	-1,2	-0,8	-0,9	-0,2	-0,7

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
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	-56,4	-8,0	0,0	5,2	0,0	-20,1	-2,2	-31,2	-60,6	-8,2	-44,1	-8,2
2008 4° trim.	-12,9	-0,8	0,1	7,6	0,1	-10,1	-1,2	-8,6	-28,2	-7,2	-14,8	-6,1
2009 1° trim.	-15,8	-0,8	-0,1	-3,2	0,0	-3,9	0,4	-8,3	-16,0	-3,5	-11,4	-1,1
2009 gen.	-9,1	1,1	0,0	-3,6	0,0	-0,9	0,2	-5,9	-11,7	-3,9	-8,2	0,4
feb.	-5,4	-2,6	0,0	-0,3	0,0	-1,7	0,2	-1,1	-8,0	-1,6	-4,1	-2,3
mar.	-1,3	0,7	0,0	0,8	0,0	-1,4	0,0	-1,3	3,7	2,0	0,8	0,9
apr.	-0,1	1,1	0,2	-0,4	0,0	-1,7	0,2	0,6	6,5	2,5	2,9	1,1
mag.	-2,8	0,5	-0,1	-1,1	-0,2	-0,8	0,0	-1,2	2,0	1,1	0,7	0,2
giu. ^(p)	-0,3	-0,7	0,0	0,4	0,0	-0,6	0,0	0,5	-1,1	-0,4	-1,0	0,4

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 dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

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

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

1. Depositi

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti dell'area dell'euro														
2006	5.239,3	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 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.	6.858,5	89,7	10,3	7,3	0,4	1,2	0,8	9.901,3	96,9	3,1	1,9	0,5	0,1	0,4
2009 1° trim. ^(p)	6.607,0	90,9	9,1	6,4	0,3	1,1	0,7	10.002,3	96,9	3,1	1,9	0,4	0,1	0,5
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	2.948,5	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 2° trim.	3.041,2	46,6	53,4	33,8	3,0	2,7	10,6	979,4	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.	2.809,9	48,2	51,8	33,4	2,8	2,6	10,2	897,5	54,9	45,1	28,7	1,4	1,9	9,4
2009 1° trim. ^(p)	2.793,6	47,1	52,9	34,1	2,6	2,5	10,8	868,8	53,2	46,8	30,8	1,3	1,9	8,6

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

	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2006	4.470,8	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 2° trim.	5.133,1	82,1	17,9	8,8	1,7	1,8	3,5
3° trim.	5.168,4	81,9	18,1	8,9	1,9	1,8	3,3
4° trim.	5.111,7	83,3	16,7	8,4	2,0	1,9	2,5
2009 1° trim. ^(p)	5.197,8	83,3	16,7	8,7	1,9	1,8	2,5

Fonte: BCE.

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

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

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

3. Prestiti

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti nell'area dell'euro														
2006	4.938,0	-	-	-	-	-	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 2° trim.	6.012,5	-	-	-	-	-	11.613,6	96,0	4,0	1,9	0,2	1,0	0,6	
3° trim.	6.355,5	-	-	-	-	-	11.778,9	95,8	4,2	2,1	0,2	1,0	0,5	
4° trim.	6.317,6	-	-	-	-	-	11.735,8	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,4	
2009 1° trim. ^(p)	6.126,6	-	-	-	-	-	11.781,1	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	955,1	40,9	59,1	41,2	1,2	3,7	8,2
2008 2° trim.	2.312,5	46,6	53,4	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.	2.284,6	45,8	54,2	31,8	3,0	2,6	11,3	965,5	40,5	59,5	41,9	1,4	4,3	7,4
2009 1° trim. ^(p)	2.114,5	44,7	55,3	31,0	2,9	2,9	13,0	942,0	38,1	61,9	44,4	1,1	4,3	7,7

4. Disponibilità in titoli non azionari

	Emessi da IFM ³⁾							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emessi da residenti nell'area dell'euro														
2006	1.636,9	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 2° trim.	1.897,9	94,8	5,2	2,6	0,4	0,3	1,6	2.310,8	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	2.302,2	97,2	2,8	1,9	0,3	0,1	0,4
4° trim.	1.979,8	95,3	4,7	2,6	0,4	0,2	1,2	2.651,1	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,4
2009 1° trim. ^(p)	2.085,9	95,0	5,0	2,7	0,2	0,4	1,3	2.834,9	97,5	2,5	1,7	0,2	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	582,3	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 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.	580,8	54,0	46,0	28,6	0,9	0,5	13,3	646,7	39,0	61,0	37,1	6,4	0,8	11,0
2009 1° trim. ^(p)	593,6	51,9	48,1	27,6	0,3	1,6	14,0	622,7	34,4	65,6	38,6	5,9	0,8	15,1

Fonte: BCE.

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

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

3) Per i non residenti nell'area dell'euro il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.

4) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

2.9 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro ¹⁾

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale 6	Quote di fondi d'investimento 7	Capitale fisso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
2007 4° trim.	5.783,4	353,7	1.994,3	184,2	1.810,1	2.077,7	784,6	189,1	384,1
2008 1° trim.	5.162,7	365,9	1.858,8	164,8	1.693,9	1.670,4	720,3	197,1	350,2
2° trim.	5.017,4	359,6	1.808,2	157,5	1.650,7	1.624,6	691,2	204,9	328,8
3° trim.	4.715,2	377,4	1.748,3	148,1	1.600,1	1.411,5	641,9	202,8	333,4
4° trim.	4.232,3	352,1	1.687,9	132,4	1.555,5	1.132,7	566,7	200,2	292,7
2009 1° trim. ^(p)	4.095,6	344,6	1.699,3	121,7	1.577,6	1.044,4	529,7	202,3	275,3

2. Passività

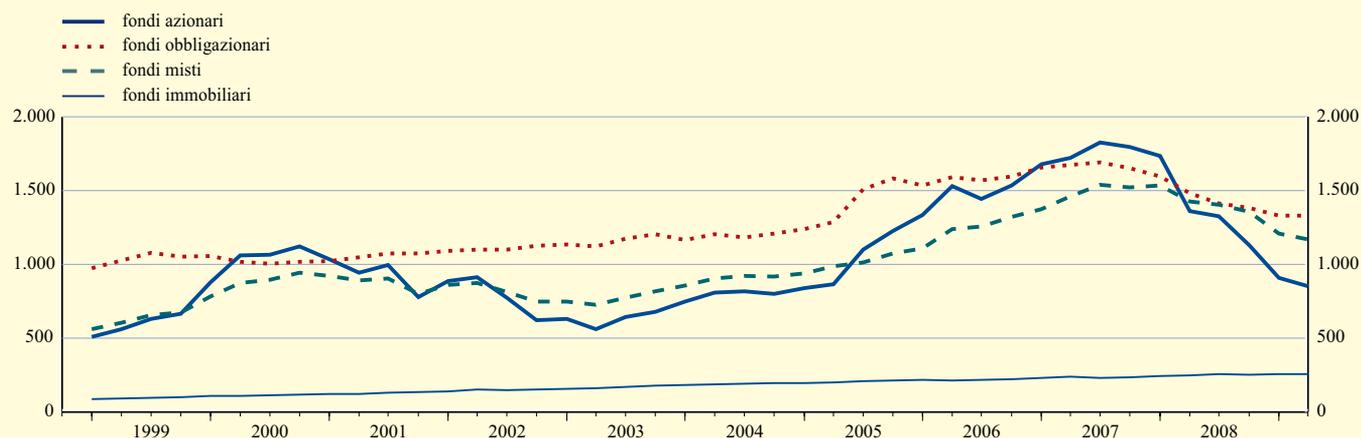
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
2007 4° trim.	5.783,4	76,8	5.413,5	293,1
2008 1° trim.	5.162,7	76,4	4.848,6	237,7
2° trim.	5.017,4	74,8	4.723,1	219,5
3° trim.	4.715,2	71,0	4.415,4	228,8
4° trim.	4.232,3	64,7	3.983,1	184,5
2009 1° trim. ^(p)	4.095,6	74,6	3.836,6	184,4

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 4° trim.	5.783,4	1.735,7	1.597,4	1.535,8	244,3	670,2	4.346,8	1.436,7	
2008 1° trim.	5.162,7	1.362,8	1.483,8	1.428,1	249,7	638,3	3.780,2	1.382,5	
2° trim.	5.017,4	1.325,4	1.413,9	1.405,6	256,3	616,2	3.649,3	1.368,1	
3° trim.	4.715,2	1.132,4	1.383,2	1.359,3	253,2	587,1	3.343,0	1.372,3	
4° trim.	4.232,3	908,4	1.330,8	1.210,8	257,1	525,2	2.950,7	1.281,6	
2009 1° trim. ^(p)	4.095,6	854,6	1.330,8	1.170,6	257,4	482,2	2.825,4	1.270,2	

FIS Attività totali dei fondi di investimento

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

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

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

1. Fondi distinti per strategia di investimento

	Totale	Depositi	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
			Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondi azionari									
2007 4° trim.	1.735,7	58,1	71,8	26,5	45,2	1.464,4	79,5	-	61,9
2008 1° trim.	1.362,8	51,3	63,1	21,3	41,8	1.131,0	65,7	-	51,7
2° trim.	1.325,4	54,3	65,1	22,0	43,1	1.088,7	65,7	-	51,6
3° trim.	1.132,4	48,3	61,3	20,2	41,1	915,3	57,2	-	50,2
4° trim.	908,4	37,3	65,2	19,4	45,8	715,4	47,2	-	43,3
2009 1° trim. ^(p)	854,6	38,8	63,8	16,5	47,3	660,7	45,2	-	46,1
Fondi obbligazionari									
2007 4° trim.	1.597,4	116,1	1.273,6	92,8	1.180,8	58,0	49,8	-	99,8
2008 1° trim.	1.483,8	124,7	1.168,2	80,3	1.087,9	56,8	45,5	-	88,6
2° trim.	1.413,9	115,9	1.118,8	74,6	1.044,2	57,9	42,7	-	78,6
3° trim.	1.383,2	128,7	1.074,0	67,9	1.006,1	55,7	41,3	-	83,5
4° trim.	1.330,8	122,2	1.034,2	62,2	971,9	57,5	36,4	-	80,5
2009 1° trim. ^(p)	1.330,8	117,5	1.044,6	62,1	982,5	49,1	38,6	-	80,9
Fondi misti									
2007 4° trim.	1.535,8	89,8	547,2	47,3	499,8	393,2	343,7	0,7	161,4
2008 1° trim.	1.428,1	97,9	528,1	46,4	481,8	339,5	314,0	1,2	147,3
2° trim.	1.405,6	99,1	520,1	42,6	477,5	341,7	308,0	0,8	135,9
3° trim.	1.359,3	109,0	512,8	42,2	470,6	312,1	287,4	1,1	137,0
4° trim.	1.210,8	110,3	494,9	34,3	460,6	245,2	235,8	1,2	123,4
2009 1° trim. ^(p)	1.170,6	109,4	498,5	28,2	470,3	227,2	224,0	1,8	109,6
Fondi immobiliari									
2007 4° trim.	244,3	19,7	6,0	1,5	4,5	3,4	12,5	187,9	14,7
2008 1° trim.	249,7	19,9	5,3	1,1	4,2	3,1	11,3	195,4	14,6
2° trim.	256,3	18,0	5,9	1,1	4,8	3,0	10,1	203,5	15,8
3° trim.	253,2	19,0	4,7	1,3	3,4	3,1	9,3	201,2	16,0
4° trim.	257,1	14,4	4,8	1,1	3,7	12,7	6,8	198,5	19,8
2009 1° trim. ^(p)	257,4	14,4	5,1	1,1	4,0	12,3	7,5	200,1	18,1

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
Fondi aperti al pubblico							
2007 4° trim.	4.346,8	280,2	1.337,7	1.717,7	570,2	149,1	291,8
2008 1° trim.	3.780,2	278,0	1.219,2	1.362,3	514,7	154,1	252,0
2° trim.	3.649,3	264,9	1.178,3	1.327,0	486,0	155,0	238,1
3° trim.	3.343,0	265,4	1.105,7	1.140,8	441,4	152,4	237,3
4° trim.	2.950,7	244,6	1.037,6	933,0	382,6	146,7	206,2
2009 1° trim. ^(p)	2.825,4	243,5	1.029,9	864,7	342,8	144,5	199,9
Fondi riservati a speciali categorie di investitori							
2007 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.	1.281,6	107,5	650,2	199,7	184,1	53,5	86,5
2009 1° trim. ^(p)	1.270,2	101,1	669,4	179,7	186,9	57,8	75,3

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
1° trim. 2009						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						421,2
Saldo commerciale ¹⁾						11,0
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.047,9	102,7	663,6	52,0	229,7	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	24,2	2,7	14,2	3,6	3,8	
Consumo di capitale fisso	351,0	94,5	199,1	11,6	45,7	
Margine operativo lordo e reddito misto ¹⁾	540,7	279,4	226,5	35,8	-0,9	
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto						4,6
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	777,7	42,7	288,7	380,7	65,6	109,5
Interessi	481,8	40,4	83,1	292,7	65,6	66,7
Altri redditi da capitale	295,8	2,3	205,6	87,9	0,0	42,8
Reddito nazionale netto ¹⁾	1.824,2	1.549,3	33,8	39,0	202,0	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	231,0	201,3	23,9	5,6	0,2	1,3
Contributi sociali	403,2	403,2				0,6
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	422,2	1,4	15,6	31,7	373,6	0,7
Altri trasferimenti correnti	192,5	71,3	25,2	45,9	50,1	8,1
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	43,7	31,8	10,3	0,9	0,7	1,4
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	43,8			43,8		0,6
Altro	105,0	39,5	14,9	1,2	49,4	6,1
Reddito netto disponibile ¹⁾	1.793,4	1.384,1	-4,7	48,2	365,8	
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.743,6	1.279,3			464,2	
Spese per consumi individuali	1.562,6	1.279,3			283,3	
Spese per consumi collettivi	181,0				181,0	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	15,3	0,1	0,2	15,0	0,0	0,0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero ¹⁾	49,9	120,0	-4,9	33,2	-98,4	55,2
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	456,1	140,8	256,2	12,9	46,3	
Investimenti fissi lordi	438,3	138,2	241,3	12,7	46,1	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	17,9	2,6	14,9	0,2	0,2	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0,6	-1,4	1,3	0,1	0,6	-0,6
Trasferimenti in conto capitale	34,4	6,1	-0,2	1,2	27,3	3,7
Imposte in conto capitale	5,0	4,8	0,2	0,0		0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	29,4	1,3	-0,3	1,2	27,3	3,7
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) ¹⁾	-54,3	83,8	-47,0	31,4	-122,5	54,3
Discrepanza statistica	0,0	13,1	-13,1	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
1° trim. 2009						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						432,1
<i>Saldo commerciale</i>						
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	1963,9	479,2	1.103,4	103,0	278,3	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	224,8					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	2.188,7					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>						
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto	540,7	279,4	226,5	35,8	-0,9	
Redditi da lavoro dipendente	1.050,4	1.050,4				2,1
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	247,2				247,2	1,9
Redditi da capitale	763,5	262,2	96,0	383,9	21,3	123,6
Interessi	463,4	72,4	48,3	334,9	7,9	85,1
Altri redditi da capitale	300,1	189,9	47,8	49,1	13,4	38,5
<i>Reddito nazionale netto</i>						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto	1.824,2	1.549,3	33,8	39,0	202,0	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	231,9				231,9	0,4
Contributi sociali	402,7	1,1	15,6	47,4	338,6	1,1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	419,6	419,6				3,4
Altri trasferimenti correnti	163,9	91,4	10,4	45,0	17,2	36,7
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	43,8			43,8		1,3
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	42,8	34,2	7,7	0,7	0,3	1,6
Altro	77,3	57,2	2,8	0,5	16,9	33,8
<i>Reddito netto disponibile</i>						
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile	1.793,4	1.384,1	-4,7	48,2	365,8	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	15,3	15,3				0,0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	49,9	120,0	-4,9	33,2	-98,4	55,2
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	351,0	94,5	199,1	11,6	45,7	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	35,9	14,8	16,0	0,7	4,4	2,2
Imposte in conto capitale	5,0				5,0	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	30,9	14,8	16,0	0,7	-0,6	2,2
<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
1° trim. 2009								
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		16.629,4	14.160,4	23.728,5	9.484,6	5.963,5	3.159,6	14.898,2
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				221,8				
Banconote, monete e depositi		6.120,0	1.835,6	2.393,9	1.800,1	874,8	641,5	4.206,6
Titoli di debito a breve termine		60,3	94,3	154,5	327,8	331,2	37,6	855,6
Titoli di debito a lungo termine		1.256,5	213,8	4.253,6	1.631,7	2.017,2	322,8	2.942,3
Prestiti		65,7	2.531,9	12.755,1	2.112,2	364,8	442,6	1.775,9
<i>di cui a lungo termine</i>		47,7	1.404,8	9.679,5	1.684,7	287,6	354,5	.
Azioni e altre partecipazioni		3.750,4	6.067,4	1.599,1	3.413,1	1.919,6	1.136,0	4.434,8
Azioni quotate		611,6	1.106,3	470,7	1.505,7	426,0	263,2	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		1.820,0	4.652,7	915,5	1.374,8	433,0	751,9	.
Quote di fondi di investimento		1.318,9	308,5	212,9	532,6	1.060,6	120,9	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.148,6	136,9	1,8	0,0	142,3	3,1	149,3
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		227,9	3.280,4	2.348,6	199,6	313,5	575,9	533,8
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
Totale delle transazioni attività finanziarie		101,5	-5,9	-116,1	118,4	54,8	94,6	-131,3
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				-0,9				0,9
Banconote, monete e depositi		27,3	-41,6	-223,9	59,4	-1,4	92,8	-188,2
Titoli di debito a breve termine		-14,8	-7,9	-9,1	3,2	7,4	-11,6	45,9
Titoli di debito a lungo termine		37,3	-18,0	161,2	9,7	32,3	-4,6	67,3
Prestiti		-1,1	80,9	-31,1	75,0	2,8	4,3	-31,9
<i>di cui a lungo termine</i>		-1,1	62,4	19,9	76,9	10,6	4,4	.
Azioni e altre partecipazioni		12,4	77,2	-5,5	-35,3	2,8	10,5	21,6
Azioni quotate		3,0	26,7	-3,1	-30,7	-0,2	2,3	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		6,4	38,2	16,1	27,3	4,4	7,9	.
Quote di fondi di investimento		3,0	12,3	-18,4	-31,8	-1,3	0,2	.
Riserve tecniche di assicurazione		42,6	1,2	0,0	0,0	3,7	0,0	-10,5
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-2,3	-97,8	-6,9	6,4	7,2	3,3	-36,4
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		-264,6	-348,9	58,5	-91,9	-71,2	-44,1	-41,5
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				1,1				
Banconote, monete e depositi		14,4	-3,4	25,4	5,8	4,2	0,0	47,2
Titoli di debito a breve termine		-0,5	-0,2	-1,3	7,7	0,3	-0,5	0,9
Titoli di debito a lungo termine		-2,0	-8,7	13,6	-5,2	1,8	-1,1	0,0
Prestiti		0,0	8,3	23,1	6,1	-4,3	0,0	-1,3
<i>di cui a lungo termine</i>		0,0	5,6	15,6	4,1	-2,5	-0,1	.
Azioni e altre partecipazioni		-247,1	-389,9	-61,6	-107,5	-75,8	-40,1	-98,6
Azioni quotate		-89,5	-151,6	-50,4	-75,9	-33,1	-42,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-120,8	-225,0	-33,3	-54,5	-23,2	5,3	.
Quote di fondi di investimento		-36,8	-13,3	22,1	22,9	-19,5	-3,4	.
Riserve tecniche di assicurazione		-36,6	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	2,6
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		7,2	45,1	34,8	1,2	2,6	-2,5	7,8
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		16.466,3	13.805,6	23.670,9	9.511,0	5.947,1	3.210,0	14.724,6
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				245,2				
Banconote, monete e depositi		6.161,7	1.790,6	2.195,4	1.865,3	877,7	734,4	4.065,6
Titoli di debito a breve termine		45,0	86,2	144,2	338,6	338,9	25,6	902,4
Titoli di debito a lungo termine		1.291,9	187,1	4.428,4	1.636,2	2.051,2	317,1	3.009,5
Prestiti		64,6	2.621,1	12.747,2	2.193,4	363,3	446,8	1.742,7
<i>di cui a lungo termine</i>		46,7	1.472,8	9.715,0	1.765,7	295,8	358,8	.
Azioni e altre partecipazioni		3.515,8	5.754,8	1.532,0	3.270,3	1.846,6	1.106,4	4.357,8
Azioni quotate		525,1	981,4	417,1	1.399,1	392,7	223,5	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		1.705,5	4.465,9	898,3	1.347,6	414,2	765,1	.
Quote di fondi di investimento		1.285,1	307,5	216,6	523,6	1.039,7	117,8	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.154,6	138,1	1,9	0,0	146,1	3,1	141,4
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		232,8	3.227,6	2.376,6	207,2	323,2	576,6	505,2
<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
1° trim. 2009								
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
Totale delle passività		6.357,4	22.408,4	23.111,9	9.233,0	6.114,7	7.468,4	13.108,5
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			26,0	14.889,7	23,5	1,9	254,6	2.676,9
Titoli di debito a breve termine			281,6	327,3	125,8	10,9	847,7	268,0
Titoli di debito a lungo termine			453,9	2.767,8	2.084,2	32,3	4.704,3	2.595,5
Prestiti		5.688,0	8.207,0		1.735,4	212,8	1.257,4	2.947,5
<i>di cui a lungo termine</i>		5.354,4	5.600,8		805,1	72,1	1.071,6	.
Azioni e altre partecipazioni			10.273,1	2.445,9	5.057,2	459,6	4,3	4.080,3
Azioni quotate			2.866,1	375,2	111,7	165,2	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.407,0	917,7	1.015,7	293,6	4,3	.
Quote di fondi di investimento				1.153,0	3.929,8			.
Riserve tecniche di assicurazione		33,6	328,7	61,9	0,6	5.156,8	0,5	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		635,7	2.838,0	2.619,3	206,2	240,4	399,6	540,3
<i>Ricchezza finanziaria netta</i> ¹⁾	-1.568,0	10.272,0	-8.248,0	616,6	251,5	-151,2	-4.308,9	
Conto finanziario, transazioni in passività								
Totale delle transazioni in passività		1,6	-636,1	87,1	-100,5	-115,5	8,5	-73,1
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,3	-92,4	-2,0	0,2	-8,9	-172,6
Titoli di debito a breve termine			0,7	-74,7	-20,9	-0,2	95,4	12,7
Titoli di debito a lungo termine			17,6	31,7	130,4	2,1	154,2	-50,9
Prestiti		-10,2	30,4		55,3	2,9	-1,8	22,2
<i>di cui a lungo termine</i>		-2,6	79,1		18,6	0,6	-7,3	.
Azioni e altre partecipazioni			58,9	68,3	-49,3	1,3	0,0	4,5
Azioni quotate			9,6	9,6	0,1	0,0	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			49,2	6,0	20,0	1,3	0,0	.
Quote di fondi di investimento				52,7	-69,4			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,1	0,2	1,7	0,2	34,8	0,0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		14,7	-53,9	-97,8	0,8	33,1	-21,8	-1,6
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i> ¹⁾	-54,3	96,9	-60,1	47,0	3,8	-19,4	-122,5	54,3
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
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	67,4	0,0	0,0	-0,1	26,3
Titoli di debito a breve termine			2,1	5,1	0,4	0,0	-0,7	-0,5
Titoli di debito a lungo termine			1,0	5,9	-12,1	-3,7	6,9	0,3
Prestiti		0,6	12,5		17,3	3,4	0,3	-2,3
<i>di cui a lungo termine</i>		1,8	12,3		12,7	2,8	0,3	.
Azioni e altre partecipazioni			-695,0	-69,1	-114,0	-58,2	-0,1	-84,1
Azioni quotate			-358,6	-66,9	-21,6	-42,8	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			-336,4	0,4	-25,0	-15,3	-0,1	.
Quote di fondi di investimento				-2,6	-67,3			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	0,0	0,0	0,0	-33,9	0,0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		1,0	43,3	77,7	7,9	-23,1	2,3	-12,9
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i> ¹⁾	-7,3	-266,2	287,3	-28,6	8,6	44,3	-52,7	31,7
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
Totale delle passività finanziarie		6.363,6	21.826,5	23.035,8	9.247,1	6.073,5	7.694,1	12.849,8
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			26,3	14.864,8	21,5	2,1	245,6	2.530,6
Titoli di debito a breve termine			284,4	257,7	105,3	10,7	942,4	280,3
Titoli di debito a lungo termine			472,5	2.805,4	2.202,5	30,7	4.865,5	2.544,9
Prestiti		5.678,5	8.249,9		1.808,1	219,1	1.256,0	2.967,5
<i>di cui a lungo termine</i>		5.353,6	5.692,2		836,5	75,5	1.064,7	.
Azioni e altre partecipazioni			9.637,0	2.445,1	4.894,0	402,8	4,2	4.000,7
Azioni quotate			2.517,1	318,0	90,1	122,4	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.119,9	924,0	1.010,7	279,6	4,2	.
Quote di fondi di investimento				1.203,1	3.793,2			.
Riserve tecniche di assicurazione		33,7	328,9	63,6	0,8	5.157,7	0,5	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		651,4	2.827,4	2.599,2	215,0	250,4	380,0	525,8
<i>Ricchezza finanziaria netta</i> ¹⁾	-1.629,6	10.102,7	-8.020,9	635,1	263,9	-126,4	-4.484,0	

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	2005	2006	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	2° trim. 2008- 1° trim. 2009
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	3.905,8	4.068,0	4.252,2	4.300,7	4.350,5	4.395,5	4.429,5	4.435,0
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	129,9	129,6	137,6	137,2	137,6	138,6	135,2	133,7
Consumo di capitale fisso	1.185,2	1.243,6	1.310,3	1.324,9	1.340,7	1.356,1	1.370,3	1.384,4
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i> ¹⁾	2.075,9	2.190,4	2.332,4	2.358,9	2.390,5	2.397,9	2.380,1	2.307,8
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	2.616,1	3.039,9	3.562,1	3.667,3	3.774,7	3.862,4	3.890,9	3.805,8
Interessi	1.346,6	1.644,5	2.033,5	2.123,1	2.203,2	2.275,5	2.299,4	2.225,5
Altri redditi da capitale	1.269,5	1.395,4	1.528,6	1.544,2	1.571,5	1.586,9	1.591,5	1.580,4
<i>Reddito nazionale netto</i> ¹⁾	6.969,8	7.312,0	7.689,2	7.753,4	7.814,6	7.862,1	7.848,9	7.750,6
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	935,6	1.027,8	1.111,6	1.128,3	1.140,0	1.142,1	1.124,9	1.116,1
Contributi sociali	1.477,8	1.539,7	1.598,3	1.613,9	1.630,2	1.648,0	1.662,8	1.671,7
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.504,8	1.554,6	1.598,3	1.611,3	1.626,5	1.645,7	1.663,0	1.686,3
Altri trasferimenti correnti	710,3	718,4	746,2	756,6	764,9	768,2	776,2	772,2
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	178,8	177,7	181,5	182,1	183,5	184,2	184,9	183,0
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	179,6	177,9	181,0	181,6	183,3	184,1	185,4	183,4
Altro	351,9	362,8	383,7	393,0	398,1	399,9	405,8	405,7
<i>Reddito netto disponibile</i> ¹⁾	6.882,9	7.220,6	7.594,3	7.653,6	7.713,4	7.763,4	7.746,8	7.649,1
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	6.358,5	6.632,0	6.888,9	6.960,7	7.038,3	7.110,9	7.148,4	7.157,6
Spese per consumi individuali	5.693,0	5.947,5	6.177,7	6.241,6	6.309,1	6.373,0	6.402,6	6.402,6
Spese per consumi collettivi	665,5	684,6	711,1	719,1	729,2	737,9	745,8	754,9
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	60,8	59,3	60,1	61,3	64,1	66,1	66,8	67,8
<i>Risparmio netto</i> ¹⁾	524,7	588,8	705,7	693,1	675,3	652,6	598,5	491,7
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.715,7	1.872,0	2.017,6	2.039,5	2.064,8	2.084,7	2.079,5	2.016,3
Investimenti fissi lordi	1.710,1	1.855,9	1.995,9	2.016,6	2.044,3	2.061,1	2.043,7	1.992,0
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	5,6	16,0	21,7	23,0	20,5	23,6	35,8	24,4
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-0,1	0,5	-0,1	0,1	0,4	0,4	0,5	0,9
Trasferimenti in conto capitale	182,6	175,5	163,1	163,4	167,8	161,7	162,3	160,8
Imposte in conto capitale	24,4	22,5	23,7	23,3	23,6	23,9	23,6	23,3
Altri trasferimenti in conto capitale	158,1	152,9	139,3	140,1	144,2	137,8	138,7	137,5
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> ¹⁾	7,9	-25,6	12,2	-6,6	-33,7	-62,1	-98,4	-131,0

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	2005	2006	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	2° trim. 2008- 1° trim. 2009
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	7.296,8	7.631,6	8.032,4	8.121,7	8.219,3	8.288,2	8.315,0	8.260,9
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	845,4	914,2	958,9	958,2	954,3	952,3	945,4	928,6
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	8.142,1	8.545,8	8.991,3	9.079,8	9.173,6	9.240,4	9.260,4	9.189,4
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>								
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto	2.075,9	2.190,4	2.332,4	2.358,9	2.390,5	2.397,9	2.380,1	2.307,8
Redditi da lavoro dipendente	3.912,8	4.075,3	4.260,0	4.308,8	4.358,6	4.403,7	4.437,5	4.442,8
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	988,1	1.055,0	1.103,1	1.100,3	1.096,7	1.095,9	1.085,3	1.066,9
Redditi da capitale	2.609,0	3.031,2	3.555,9	3.652,7	3.743,5	3.827,1	3.836,8	3.738,9
Interessi	1.319,4	1.618,2	1.993,6	2.075,0	2.148,1	2.217,6	2.239,1	2.163,2
Altri redditi da capitale	1.289,7	1.413,1	1.562,4	1.577,7	1.595,4	1.609,5	1.597,7	1.575,7
<i>Reddito nazionale netto</i>								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto	6.969,8	7.312,0	7.689,2	7.753,4	7.814,6	7.862,1	7.848,9	7.750,6
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	939,4	1.032,8	1.119,1	1.135,7	1.147,8	1.149,7	1.132,8	1.123,9
Contributi sociali	1.477,1	1.538,9	1.597,6	1.613,1	1.629,4	1.647,2	1.661,9	1.670,8
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.497,0	1.546,3	1.589,0	1.601,9	1.616,8	1.636,1	1.653,0	1.676,1
Altri trasferimenti correnti	628,2	631,2	653,8	659,7	666,4	672,2	677,0	674,0
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	179,6	177,9	181,0	181,6	183,3	184,1	185,4	183,4
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	177,3	175,1	178,7	179,3	180,6	181,2	182,0	179,8
Altro	271,3	278,2	294,1	298,8	302,6	307,0	309,6	310,8
<i>Reddito netto disponibile</i>								
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile	6.882,9	7.220,6	7.594,3	7.653,6	7.713,4	7.763,4	7.746,8	7.649,1
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	61,0	59,6	60,3	61,5	64,3	66,3	67,0	67,9
<i>Risparmio netto</i>								
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	524,7	588,8	705,7	693,1	675,3	652,6	598,5	491,7
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.185,2	1.243,6	1.310,3	1.324,9	1.340,7	1.356,1	1.370,3	1.384,4
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	196,2	189,9	176,9	178,6	183,3	176,0	175,2	170,9
Imposte in conto capitale	24,4	22,5	23,7	23,3	23,6	23,9	23,6	23,3
Altri trasferimenti in conto capitale	171,8	167,4	153,1	155,2	159,7	152,0	151,6	147,7
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>								

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

3.3 Famiglie

(miliardi di euro, flussi cumulati di quattro trimestri, consistenze a fine periodo)

	2005	2006	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	2° trim. 2008- 1° trim. 2009
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
Redditi da lavoro dipendente (+)	3.912,8	4.075,3	4.260,0	4.308,8	4.358,6	4.403,7	4.437,5	4.442,8
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.331,0	1.407,3	1.486,6	1.506,2	1.525,8	1.541,9	1.550,8	1.540,2
Interessi attivi (+)	230,6	269,1	306,1	316,9	328,9	339,5	342,1	332,2
Interessi passivi (-)	130,8	165,5	209,4	217,6	226,0	233,1	231,9	216,0
Altri redditi da capitali attivi (+)	717,8	761,2	802,5	806,5	813,7	819,6	812,8	811,1
Altri redditi da capitali passivi (-)	9,5	9,7	9,8	9,7	9,8	9,7	9,7	9,8
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc. (-)	741,0	793,4	851,9	866,7	882,4	889,7	892,3	889,8
Contributi sociali netti (-)	1.473,9	1.535,6	1.594,0	1.609,6	1.625,9	1.643,6	1.658,4	1.667,3
Prestazioni sociali nette (+)	1.491,8	1.540,9	1.583,3	1.596,2	1.611,1	1.630,3	1.647,2	1.670,3
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	66,8	67,4	70,7	71,2	74,2	75,6	77,3	77,9
= Reddito lordo disponibile	5.395,6	5.616,9	5.844,1	5.902,0	5.968,2	6.034,4	6.075,5	6.091,7
Spese per consumi finali (-)	4.693,4	4.899,7	5.088,5	5.141,3	5.193,7	5.246,2	5.262,1	5.249,2
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	60,6	59,2	59,8	61,1	63,8	65,8	66,5	67,5
= Risparmio lordo	762,8	776,4	815,4	821,8	838,3	854,0	880,0	910,0
Consumo di capitale fisso (-)	318,7	336,4	354,6	358,3	362,7	366,3	368,8	372,3
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	24,1	22,3	15,0	15,9	16,4	16,6	16,4	16,0
Altre variazioni nella ricchezza netta ¹⁾ (+)	510,6	563,9	37,3	-760,9	-1.167,5	-1.346,4	-1.785,1	-1.417,9
= Variazioni nella ricchezza netta¹⁾	978,9	1.026,3	513,1	-281,5	-675,5	-842,1	-1.257,6	-864,2
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	546,6	600,4	639,4	643,8	645,3	644,3	635,1	617,2
Consumo di capitale fisso (-)	318,7	336,4	354,6	358,3	362,7	366,3	368,8	372,3
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	206,4	305,7	421,0	443,8	421,5	427,5	438,0	386,0
Banconote, monete e depositi	246,9	284,1	349,4	385,0	386,4	391,5	436,8	400,4
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-20,2	0,9	40,0	34,0	10,5	13,5	-9,6	2,1
Titoli di debito ²⁾	-20,3	20,8	31,6	24,8	24,6	22,5	10,8	-16,5
Attività a lungo	426,0	350,1	186,9	122,4	123,6	71,4	33,1	78,7
Depositi	-4,7	0,8	-29,5	-34,8	-35,9	-39,7	-32,4	-18,3
Titoli di debito	0,5	69,9	9,7	29,6	60,5	69,1	49,0	59,6
Azioni e altre partecipazioni	136,6	-33,7	-61,8	-119,2	-127,5	-169,2	-158,2	-122,1
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	70,3	-11,1	8,8	-20,2	-13,6	-31,6	-17,0	0,1
Quote di fondi comuni di investimento	66,2	-22,5	-70,5	-99,0	-113,9	-137,6	-141,2	-122,2
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	293,7	313,1	268,5	246,7	226,5	211,1	174,6	159,6
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	397,7	396,8	351,1	318,1	288,1	251,2	200,6	141,7
di cui da IFM dell'area dell'euro	358,5	347,4	281,5	249,1	196,5	181,0	78,9	17,2
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	446,5	509,9	10,9	-681,4	-1.024,3	-1.065,1	-1.394,2	-1.111,6
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	105,5	54,7	-2,0	-80,2	-129,9	-182,7	-250,7	-210,6
Flussi netti restanti (+)	-35,7	-61,3	-37,4	-53,3	-60,9	-120,0	-149,5	-109,9
= Variazioni nella ricchezza netta¹⁾	978,9	1.026,3	513,1	-281,5	-675,5	-842,1	-1.257,6	-864,2
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	4.486,5	4.747,9	5.209,4	5.362,3	5.482,8	5.540,0	5.714,6	5.787,8
Banconote, monete e depositi	4.174,1	4.454,2	4.844,2	4.937,1	5.055,3	5.104,9	5.313,7	5.377,7
Partecipazioni in fondi comuni monetari	296,4	257,6	296,0	347,0	346,5	348,7	327,4	352,0
Titoli di debito ²⁾	16,1	36,1	69,2	78,1	81,1	86,4	73,5	58,1
Attività a lungo	10.933,2	11.902,7	12.066,4	11.401,5	11.125,1	10.760,6	10.278,0	10.034,6
Depositi	936,9	942,2	875,6	832,3	821,9	803,5	806,3	784,1
Titoli di debito	1.199,5	1.280,0	1.293,0	1.309,9	1.294,8	1.258,7	1.243,3	1.278,8
Azioni e altre partecipazioni	4.549,8	5.065,7	5.016,4	4.400,4	4.130,1	3.839,6	3.423,0	3.163,8
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	3.203,3	3.643,8	3.637,8	3.189,2	2.970,6	2.756,7	2.431,6	2.230,7
Quote di fondi di investimento	1.346,5	1.421,8	1.378,7	1.211,1	1.159,5	1.083,0	991,4	933,1
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	4.247,1	4.614,8	4.881,3	4.859,0	4.878,3	4.858,7	4.805,3	4.808,0
Restanti attività finanziarie (+)	77,7	60,8	16,6	-3,5	-4,4	5,6	-32,5	-41,2
Passività (-)								
Prestiti	4.763,2	5.159,6	5.494,9	5.542,0	5.607,0	5.655,1	5.688,0	5.678,5
di cui da IFM dell'area dell'euro	4.201,0	4.553,0	4.824,7	4.860,8	4.887,0	4.938,3	4.901,4	4.879,6
= Ricchezza finanziaria netta	10.734,3	11.551,8	11.797,4	11.218,3	10.996,5	10.651,1	10.272,0	10.102,7

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)

	2005	2006	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	2° trim. 2008- 1° trim. 2009
Reddito e risparmio								
Valore aggiunto lordo (+)	4.175,6	4.380,6	4.631,9	4.683,7	4.740,1	4.777,8	4.780,5	4.722,8
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.478,4	2.591,8	2.719,7	2.754,1	2.784,9	2.814,5	2.835,3	2.831,5
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	73,0	75,9	81,3	81,7	82,4	83,5	80,4	79,0
= Margine operativo lordo (+)	1.624,1	1.712,9	1.830,8	1.848,0	1.872,8	1.879,8	1.864,8	1.812,2
Consumo di capitale fisso (-)	672,1	703,2	741,3	749,8	759,0	768,3	777,6	786,1
= Margine operativo netto (+)	952,0	1.009,7	1.089,5	1.098,2	1.113,9	1.111,5	1.087,2	1.026,2
Redditi da capitale attivi (+)	437,3	496,1	574,4	587,1	602,3	610,7	614,1	593,8
Interessi attivi	136,7	162,5	197,6	207,3	215,9	221,2	223,7	217,0
Altri redditi da capitale	300,6	333,6	376,8	379,8	386,4	389,5	390,4	376,8
Interest and rents payable (-)	236,3	282,1	339,0	357,7	375,7	392,2	403,0	392,9
= Reddito lordo di impresa (+)	1.153,1	1.223,7	1.324,9	1.327,5	1.340,5	1.329,9	1.298,2	1.227,0
Utili distribuiti (-)	882,6	953,2	1.021,3	1.025,1	1.048,7	1.057,9	1.058,5	1.059,0
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	149,6	189,2	211,8	213,8	213,9	210,0	192,4	187,4
Contributi sociali da riscuotere (+)	72,8	74,7	64,9	63,8	63,3	63,2	62,9	63,0
Prestazioni sociali da erogare (-)	60,7	60,5	62,4	62,7	62,5	62,4	62,3	62,2
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	61,9	65,9	57,3	57,2	58,2	57,9	57,1	56,8
= Risparmio netto	71,0	29,6	37,2	32,5	20,5	5,0	-9,2	-75,4
Investimento, finanziamento e risparmio								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	255,6	311,1	366,6	372,5	380,5	388,5	376,0	320,0
Investimenti fissi lordi (+)	920,5	994,0	1.084,1	1.098,6	1.118,5	1.133,6	1.119,9	1.084,5
Consumo di capitale fisso (-)	672,1	703,2	741,3	749,8	759,0	768,3	777,6	786,1
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	7,2	20,2	23,9	23,8	21,0	23,2	33,6	21,6
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	128,3	164,1	161,9	164,2	121,4	94,3	47,8	-26,8
Bancote, monete e depositi	113,6	146,1	154,9	127,7	115,9	90,2	16,5	-11,2
Partecipazioni in fondi comuni monetari	8,3	2,6	-18,1	-10,0	-9,3	7,9	31,5	19,4
Titoli di debito	6,3	15,4	25,2	46,5	14,8	-3,8	-0,2	-35,1
Attività a lungo	370,2	475,2	474,1	497,9	500,7	538,1	641,2	640,0
Depositi	28,0	28,5	24,3	5,3	-25,6	2,8	10,7	17,1
Titoli di debito	-34,9	1,2	-48,2	-88,2	-105,7	-60,2	-36,6	3,5
Azioni e altre partecipazioni	242,8	261,8	328,0	367,5	389,0	353,7	354,1	325,5
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	134,4	183,7	169,9	213,3	242,9	241,8	313,0	293,9
Restanti attività nette (+)	105,6	165,2	208,9	137,5	62,9	-9,1	-78,2	-149,2
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	447,0	757,4	802,5	778,6	733,6	734,4	668,8	553,3
di cui prestiti delle IFM dell'area dell'euro	264,5	448,9	558,9	592,1	562,6	515,7	422,0	284,9
di cui titoli di debito	13,6	40,1	40,2	37,4	15,9	38,2	42,6	52,4
Azioni e altre partecipazioni	279,7	256,1	304,3	292,4	241,5	199,4	249,7	225,7
Azioni quotate	104,1	42,0	42,2	23,5	-12,6	-29,2	1,8	9,9
Azioni non quotate e altre partecipazioni	175,6	214,1	262,1	269,0	254,1	228,6	247,9	215,7
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	62,0	72,5	68,4	69,6	73,6	75,7	75,5	77,9
= Risparmio netto	71,0	29,6	37,2	32,5	20,5	5,0	-9,2	-75,4
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.517,5	1.675,2	1.820,4	1.842,2	1.845,0	1.855,2	1.871,4	1.841,0
Bancote, monete e depositi	1.229,3	1.367,0	1.519,3	1.506,6	1.534,6	1.548,7	1.553,5	1.517,0
Partecipazioni in fondi comuni monetari	176,5	184,9	162,0	183,0	183,2	184,4	189,8	204,1
Titoli di debito ¹⁾	111,8	123,3	139,1	152,6	127,2	122,1	128,1	119,9
Attività a lungo	8.667,0	10.024,9	10.750,3	10.098,1	9.897,4	9.630,1	8.871,7	8.598,8
Depositi	191,2	223,6	266,8	256,8	243,3	268,7	282,1	273,6
Titoli di debito	281,5	282,9	236,3	170,6	160,9	167,8	180,1	153,5
Azioni e altre partecipazioni	6.328,5	7.486,0	8.025,8	7.355,1	7.112,3	6.755,7	5.877,6	5.550,7
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	1.865,9	2.032,4	2.221,5	2.315,7	2.380,9	2.437,9	2.531,9	2.621,1
Restanti attività nette	386,5	457,0	638,9	642,0	599,6	608,6	605,3	564,6
Passività								
Debito	7.097,8	7.834,6	8.593,8	8.749,4	8.957,7	9.117,0	9.271,2	9.335,8
di cui prestiti delle IFM dell'area dell'euro	3.429,3	3.878,8	4.418,2	4.559,5	4.683,3	4.775,9	4.841,9	4.843,0
di cui titoli di debito	675,7	694,5	695,1	696,0	701,3	716,1	735,5	757,0
Azioni e altre partecipazioni	10.974,7	12.938,0	13.932,0	12.581,4	12.141,1	11.377,0	10.273,1	9.637,0
Azioni quotate	3.712,2	4.491,5	5.008,5	4.229,2	3.999,5	3.459,8	2.866,1	2.517,1
Azioni non quotate e altre partecipazioni	7.262,5	8.446,5	8.923,5	8.352,2	8.141,7	7.917,2	7.407,0	7.119,9

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)

	2005	2006	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	2° trim. 2008- 1° trim. 2009
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	25,6	64,8	87,8	110,0	102,8	88,8	106,7	50,7
Banconote, monete e depositi	7,2	11,0	6,4	32,7	35,7	32,1	59,1	18,7
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-0,5	3,5	3,1	15,8	14,2	20,9	22,2	13,6
Titoli di debito ¹⁾	18,9	50,2	78,3	61,6	52,9	35,8	25,3	18,4
Attività a lungo	284,3	317,1	220,4	214,1	172,9	156,3	131,9	111,6
Depositi	17,2	76,8	51,5	27,8	15,8	0,6	-1,2	9,9
Titoli di debito	133,1	126,7	92,9	83,0	74,1	90,4	70,1	72,6
Prestiti	-4,1	2,5	-13,6	20,2	16,3	20,0	30,3	6,3
Azioni quotate	30,8	-1,4	-5,8	-2,9	-1,7	-9,4	-6,0	-4,4
Azioni non quotate e altre partecipazioni	19,9	28,6	29,6	44,7	39,7	41,7	34,3	26,0
Quote di fondi comuni di investimento	87,4	84,1	65,8	41,3	28,5	12,8	4,5	1,2
Restanti attività finanziarie (+)	12,2	3,2	-26,7	-20,9	-17,4	-7,8	23,7	-5,2
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	-0,4	5,7	3,9	4,4	5,1	5,4	9,3	9,8
Prestiti	17,3	35,9	21,7	44,0	18,1	4,1	21,7	-9,9
Azioni e altre partecipazioni	10,6	11,5	1,7	-0,9	-1,9	-7,1	3,6	4,5
Riserve tecniche di assicurazione	335,5	323,9	287,0	269,6	252,2	237,8	193,1	160,2
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	292,8	310,0	283,3	264,3	242,1	222,5	179,0	152,1
Riserve premi e riserve sinistri	42,6	14,0	3,6	5,4	10,2	15,3	14,2	8,1
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	-40,9	8,1	-32,8	-13,8	-15,3	-3,0	34,6	-7,4
Conto delle altre variazioni								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)	190,7	180,5	-12,0	-218,4	-327,5	-399,1	-540,5	-437,6
Azioni e altre partecipazioni	76,1	-34,5	-58,7	-1,9	-19,1	-27,8	35,0	27,1
Altre attività nette								
Altre variazioni nelle passività (-)	118,4	35,0	-31,4	-92,7	-148,2	-146,7	-187,7	-188,4
Azioni e altre partecipazioni	137,8	52,9	-3,3	-80,8	-132,3	-188,5	-255,5	-215,5
Riserve tecniche di assicurazione	146,9	56,2	-2,8	-78,1	-127,6	-180,8	-246,2	-208,6
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione								
Riserve premi e riserve sinistri	-9,1	-3,3	-0,4	-2,7	-4,7	-7,7	-9,3	-6,9
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	10,6	58,2	-36,0	-46,8	-66,1	-91,6	-62,3	-6,6
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	437,2	509,4	591,2	650,1	659,3	664,1	702,3	707,8
Banconote, monete e depositi	146,6	157,1	164,6	192,5	182,6	189,5	226,6	216,8
Partecipazioni in fondi comuni monetari	75,6	81,5	82,4	95,4	94,8	98,3	102,2	109,9
Titoli di debito ¹⁾	215,0	270,8	344,1	362,2	381,9	376,3	373,5	381,1
Attività a lungo	4.608,2	5.045,0	5.198,6	5.102,6	5.039,0	4.974,1	4.805,3	4.770,0
Depositi	524,7	602,4	650,6	649,3	653,4	648,7	648,2	660,8
Titoli di debito	1.776,4	1.848,5	1.893,5	1.941,7	1.921,2	1.966,9	1.974,9	2.009,1
Prestiti	353,5	351,2	331,8	359,1	355,0	356,9	364,8	363,3
Azioni quotate	653,3	725,1	708,3	613,9	595,1	536,3	426,0	392,7
Azioni non quotate e altre partecipazioni	392,8	471,0	506,5	485,5	468,7	455,7	433,0	414,2
Quote di fondi comuni di investimento	907,5	1.046,9	1.107,9	1.053,1	1.045,7	1.009,6	958,4	929,8
Restanti attività finanziarie (+)	176,9	203,3	171,9	192,0	176,9	175,5	213,5	216,9
Passività (-)								
Titoli di debito	21,3	35,9	35,2	35,8	36,5	36,7	43,2	41,5
Prestiti	136,4	167,7	187,2	221,6	211,4	206,7	212,8	219,1
Azioni e altre partecipazioni	626,9	673,4	643,6	586,6	548,3	527,1	459,6	402,8
Riserve tecniche di assicurazione	4.558,7	4.935,5	5.219,2	5.213,0	5.237,5	5.221,3	5.156,8	5.157,7
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	3.892,0	4.258,2	4.538,7	4.526,1	4.547,7	4.530,5	4.471,5	4.469,6
Riserve premi e riserve sinistri	666,7	677,3	680,5	686,9	689,8	690,8	685,4	688,1
= Ricchezza finanziaria netta	-121,0	-54,7	-123,5	-112,3	-158,5	-178,0	-151,2	-126,4

Fonte: BCE.

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

MERCATI FINANZIARI

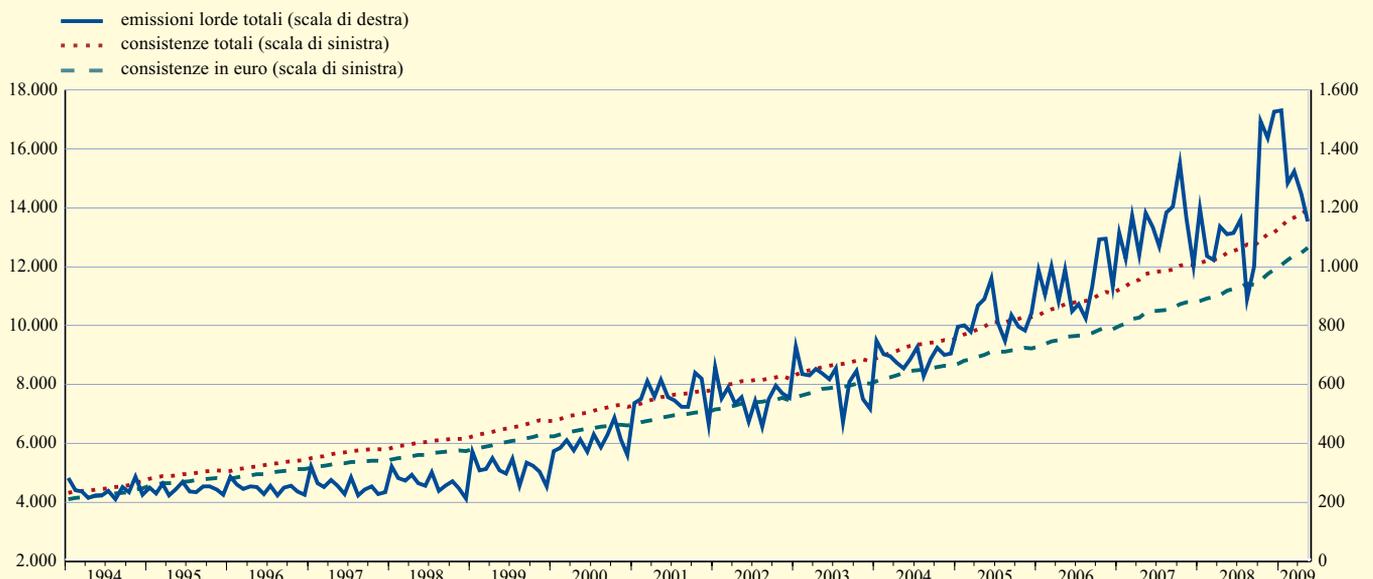
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

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

	Totale in euro ¹⁾			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute			Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati ²⁾	
				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
Totale												
2008 mag.	13.359,1	1.126,3	177,9	11.177,2	1.036,5	138,4	12.467,5	1.110,2	153,2	6,7	98,0	5,7
giu.	13.494,6	1.155,6	135,8	11.251,6	1.040,3	74,8	12.539,1	1.113,5	82,1	6,8	88,9	5,6
lug.	13.506,9	1.139,5	11,1	11.309,0	1.073,9	55,6	12.614,4	1.160,6	74,9	7,1	97,2	6,8
ago.	13.632,7	880,7	123,0	11.416,8	816,0	105,2	12.744,1	889,5	110,5	7,8	161,5	8,8
set.	13.635,6	1.022,0	1,4	11.384,4	930,3	-33,9	12.704,1	1.001,2	-43,3	7,0	-14,7	8,2
ott.	13.733,7	1.454,3	97,4	11.535,3	1.417,3	150,3	12.903,1	1.494,5	145,4	6,9	103,7	8,9
nov.	13.951,8	1.422,3	218,5	11.762,5	1.369,7	228,0	13.096,1	1.436,9	213,7	8,1	199,6	10,5
dic.	14.137,3	1.537,4	189,1	11.914,6	1.448,7	155,9	13.168,5	1.526,0	142,4	9,5	274,7	13,6
2009 gen.	14.240,2	1.503,8	98,7	12.055,1	1.451,4	137,2	13.370,4	1.530,0	146,5	10,1	103,9	13,6
feb.	14.434,6	1.261,0	191,8	12.241,4	1.199,7	183,8	13.574,1	1.285,2	203,4	11,1	165,9	13,5
mar.	14.609,7	1.317,5	173,5	12.380,5	1.229,3	137,6	13.678,8	1.322,6	148,6	11,9	117,4	15,7
apr.	.	.	.	12.478,5	1.163,8	100,8	13.790,1	1.246,9	108,9	12,1	90,7	15,4
mag.	.	.	.	12.650,0	1.067,2	171,5	13.926,7	1.153,6	166,7	12,0	100,9	13,5
A lungo termine												
2008 mag.	11.974,0	290,8	153,2	9.937,1	235,0	113,4	11.028,0	257,5	122,5	5,1	68,7	4,9
giu.	12.087,6	283,9	113,8	10.024,0	230,3	87,2	11.115,1	254,5	95,5	5,2	68,4	4,8
lug.	12.114,2	208,7	25,1	10.055,9	178,5	30,1	11.154,1	196,7	35,6	5,3	60,7	5,7
ago.	12.203,4	160,0	87,2	10.133,9	133,8	76,1	11.252,7	149,2	76,8	6,1	132,6	7,7
set.	12.192,3	183,4	-10,4	10.111,7	145,4	-21,3	11.236,1	158,4	-31,8	5,7	-17,9	7,1
ott.	12.216,8	199,0	24,8	10.147,7	182,7	36,4	11.329,2	195,4	30,9	5,3	23,2	6,2
nov.	12.392,1	275,5	174,4	10.323,4	253,9	175,0	11.484,9	262,5	165,9	6,2	145,9	7,6
dic.	12.570,8	362,8	179,9	10.494,7	328,3	172,7	11.579,3	340,0	153,3	7,3	182,4	9,7
2009 gen.	12.650,8	294,8	78,3	10.584,9	276,9	89,3	11.714,2	300,3	90,1	8,2	111,9	10,6
feb.	12.822,7	302,4	170,4	10.746,7	269,4	160,6	11.887,1	296,5	172,8	9,2	148,7	10,8
mar.	13.006,1	319,3	153,7	10.920,0	279,7	143,6	12.024,9	301,4	144,7	10,4	138,8	13,7
apr.	.	.	.	10.986,4	254,0	69,7	12.101,3	272,9	73,3	10,3	68,7	14,6
mag.	.	.	.	11.153,7	277,9	168,5	12.249,2	298,2	172,6	10,6	110,5	13,7

F16 Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro

(miliardi di euro)



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

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

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

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

1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2007	12.066	5.046	1.506	653	4.534	327	1.138	841	59	109	116	12
2008	13.169	5.266	1.916	696	4.950	340	1.177	817	73	100	163	24
2008 2° trim.	12.539	5.231	1.622	670	4.696	320	1.120	786	69	102	142	20
3° trim.	12.704	5.267	1.686	680	4.747	324	1.017	691	54	97	148	27
4° trim.	13.169	5.266	1.916	696	4.950	340	1.486	1.006	132	107	214	28
2009 1° trim.	13.679	5.392	1.997	718	5.228	343	1.379	922	68	92	261	35
2009 feb.	13.574	5.407	1.979	718	5.133	338	1.285	873	72	82	236	23
mar.	13.679	5.392	1.997	718	5.228	343	1.323	878	58	90	269	27
apr.	13.790	5.419	2.024	730	5.268	350	1.247	806	58	90	266	26
mag.	13.927	5.455	2.043	741	5.338	349	1.154	744	56	88	249	17
	A breve termine											
2007	1.287	787	36	100	345	18	946	754	18	101	64	9
2008	1.589	822	61	115	566	25	962	723	26	92	101	19
2008 2° trim.	1.424	835	51	111	415	11	873	666	21	92	77	17
3° trim.	1.468	826	62	111	457	13	849	614	25	92	94	24
4° trim.	1.589	822	61	115	566	25	1.220	911	38	95	152	23
2009 1° trim.	1.654	838	41	98	659	18	1.080	806	17	74	156	27
2009 feb.	1.687	884	38	103	643	19	989	748	16	67	140	18
mar.	1.654	838	41	98	659	18	1.021	764	17	74	149	17
apr.	1.689	829	42	95	705	17	974	694	16	74	173	16
mag.	1.678	832	40	89	701	15	855	626	13	64	142	10
	A lungo termine²⁾											
2007	10.779	4.259	1.470	553	4.189	309	191	86	41	8	52	3
2008	11.579	4.445	1.855	581	4.384	315	215	95	47	8	62	4
2008 2° trim.	11.115	4.397	1.571	559	4.280	309	247	121	48	10	65	3
3° trim.	11.236	4.441	1.625	570	4.290	311	168	76	29	5	54	3
4° trim.	11.579	4.445	1.855	581	4.384	315	266	95	93	11	62	5
2009 1° trim.	12.025	4.554	1.957	621	4.570	324	299	116	51	18	105	8
2009 feb.	11.887	4.523	1.940	615	4.490	319	296	125	56	15	95	6
mar.	12.025	4.554	1.957	621	4.570	324	301	114	42	16	120	10
apr.	12.101	4.589	1.982	635	4.562	333	273	112	42	16	93	10
mag.	12.249	4.622	2.003	652	4.637	335	298	118	43	24	106	6
	Di cui a lungo termine con tasso fisso											
2007	7.324	2.263	594	419	3.797	250	107	44	10	5	45	3
2008	7.611	2.326	625	445	3.966	250	119	48	8	6	54	3
2008 2° trim.	7.478	2.347	605	424	3.853	248	145	66	11	9	56	2
3° trim.	7.535	2.370	619	432	3.865	248	101	42	7	3	47	2
4° trim.	7.611	2.326	625	445	3.966	250	120	42	9	10	57	2
2009 1° trim.	7.931	2.396	663	487	4.133	252	207	72	17	18	96	5
2009 feb.	7.839	2.384	661	479	4.065	250	203	76	22	15	86	4
mar.	7.931	2.396	663	487	4.133	252	205	65	11	15	108	6
apr.	7.981	2.418	672	501	4.131	258	183	61	14	15	85	7
mag.	8.104	2.458	672	519	4.195	260	208	77	9	23	94	5
	Di cui a lungo termine con tasso variabile											
2007	3.001	1.621	857	123	342	58	69	31	30	3	4	0
2008	3.480	1.724	1.200	126	365	64	81	36	38	1	5	1
2008 2° trim.	3.181	1.683	940	124	373	60	90	47	35	1	6	1
3° trim.	3.229	1.698	979	129	362	61	53	24	21	2	4	1
4° trim.	3.480	1.724	1.200	126	365	64	129	39	83	1	3	2
2009 1° trim.	3.590	1.757	1.268	123	371	70	75	32	34	0	5	3
2009 feb.	3.540	1.731	1.252	125	365	68	80	38	34	0	6	2
mar.	3.590	1.757	1.268	123	371	70	81	39	30	1	7	4
apr.	3.606	1.763	1.284	124	362	73	72	37	27	1	5	3
mag.	3.619	1.749	1.305	123	369	73	70	25	33	1	9	1

Fonte: BCE.

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

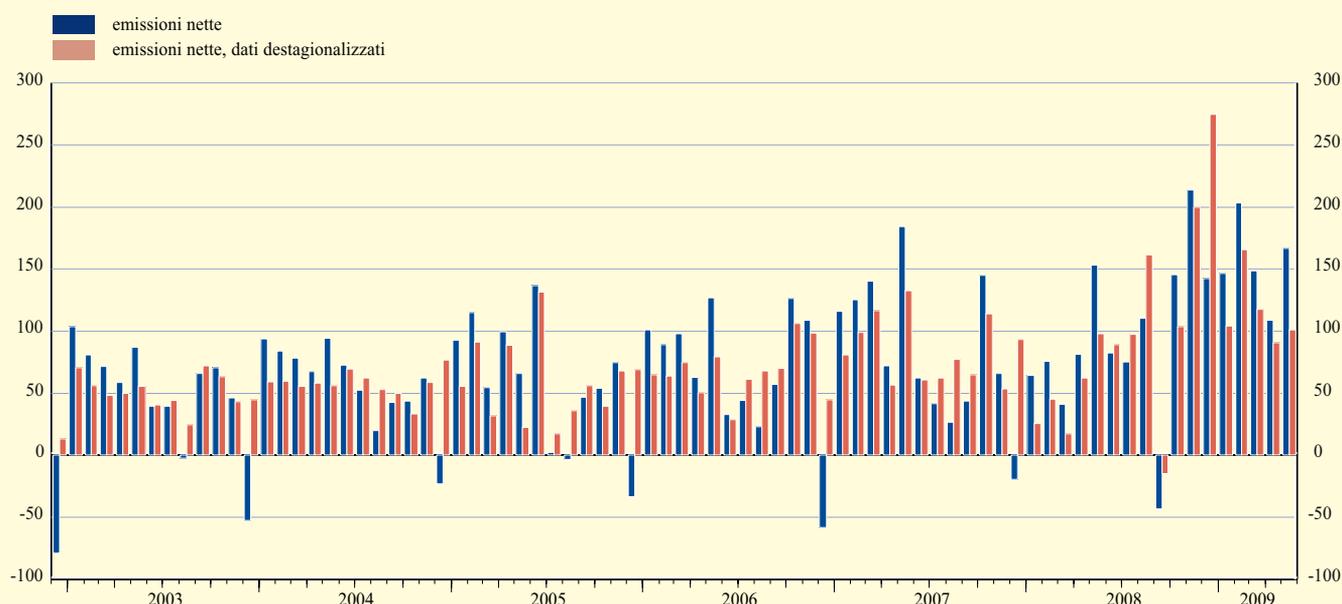
2) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

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

2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati ¹⁾						Dati destagionalizzati ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2007	83,6	40,7	27,7	4,2	9,9	1,2	84,2	41,3	27,2	4,3	10,2	1,2
2008	95,1	23,2	34,2	3,9	32,8	1,1	96,6	23,3	33,5	4,0	34,7	1,1
2008 2° trim.	105,5	46,7	34,5	4,8	18,7	0,9	83,0	48,6	30,4	0,7	2,8	0,6
3° trim.	47,3	10,9	18,7	1,9	14,7	1,2	81,3	18,8	31,9	5,2	23,1	2,4
4° trim.	167,2	11,4	77,3	5,9	67,2	5,3	192,7	21,4	55,6	7,8	103,1	4,8
2009 1° trim.	166,2	40,6	25,9	7,0	91,8	0,9	129,1	21,0	38,6	6,3	62,6	0,6
2009 feb.	203,4	67,4	43,7	7,6	83,8	0,9	165,9	48,1	43,5	7,8	66,2	0,3
mar.	148,6	13,9	24,8	4,1	100,9	4,9	117,4	5,1	30,2	4,9	71,2	6,1
apr.	108,9	27,9	25,1	10,2	38,6	7,2	90,7	14,7	27,7	7,3	34,0	7,0
mag.	166,7	54,4	23,0	13,6	76,0	-0,3	100,9	34,5	16,1	5,9	45,1	-0,6
	A lungo termine											
2007	61,8	23,9	27,0	2,4	7,8	0,7	61,4	24,1	26,5	2,4	7,8	0,7
2008	65,7	16,2	32,1	2,5	14,4	0,5	65,2	16,3	31,5	2,5	14,4	0,5
2008 2° trim.	96,8	42,6	33,6	3,9	15,8	0,9	68,5	36,2	29,6	0,4	1,5	0,7
3° trim.	26,9	7,4	15,2	2,5	1,3	0,5	58,5	15,2	27,8	4,1	9,8	1,6
4° trim.	116,7	2,9	77,5	4,4	30,5	1,5	117,2	11,0	56,8	3,8	45,0	0,5
2009 1° trim.	135,9	25,8	32,7	12,9	61,4	3,0	133,2	16,6	45,0	15,7	52,9	3,0
2009 feb.	172,8	44,9	43,5	12,6	71,3	0,5	148,7	24,9	43,5	14,7	65,0	0,6
mar.	144,7	23,6	22,1	9,4	83,9	5,6	138,8	15,3	27,4	11,8	78,9	5,5
apr.	73,3	36,0	23,9	13,2	-8,0	8,3	68,7	30,3	27,1	12,7	-10,5	9,2
mag.	172,6	47,4	25,0	19,1	78,9	2,1	110,5	27,2	17,0	13,2	50,8	2,2

F17 Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati
(miliardi di euro, transazioni nel mese, valori nominali)



Fonte: BCE.

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

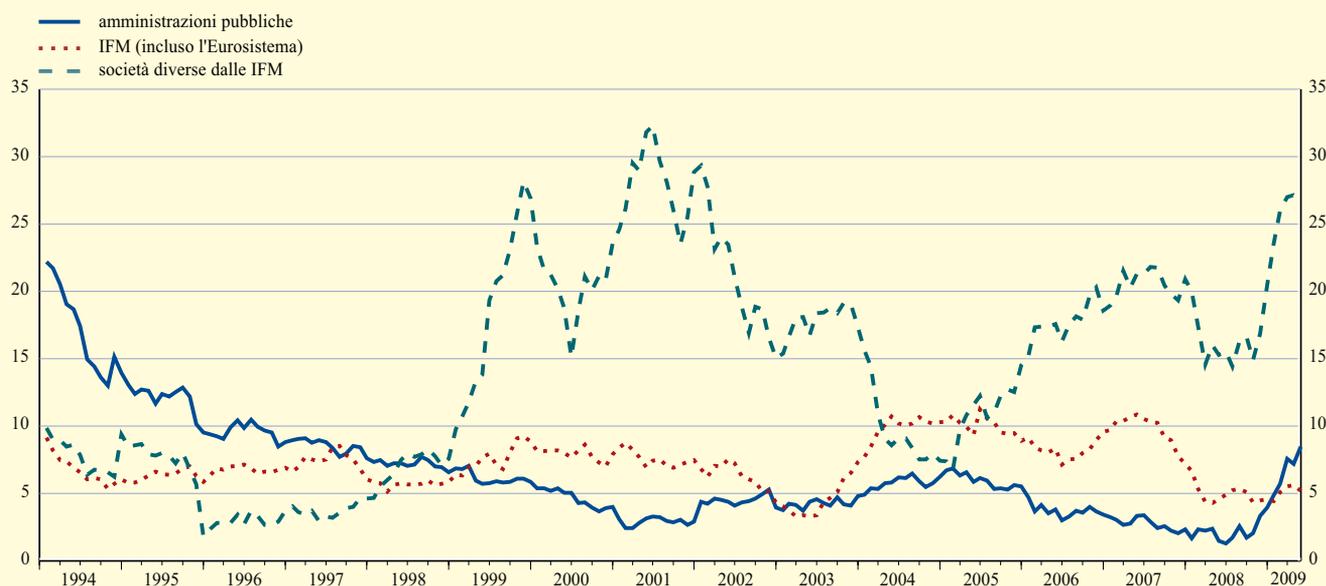
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2008 mag.	6,7	7,9	20,8	6,2	1,7	1,9	5,7	6,4	19,3	4,2	1,6	-0,9
giu.	6,8	8,3	22,7	3,4	1,5	2,1	5,6	6,4	19,7	2,7	1,7	-5,2
lug.	7,1	8,6	21,5	2,7	2,1	3,3	6,8	7,4	19,9	1,2	3,2	2,2
ago.	7,8	8,4	23,9	4,9	3,0	3,4	8,8	9,2	26,5	2,8	3,9	6,6
set.	7,0	6,9	23,8	5,9	2,6	2,3	8,2	8,1	26,1	5,4	3,4	5,8
ott.	6,9	5,3	21,1	4,3	5,0	2,8	8,9	6,4	23,8	4,3	7,5	9,5
nov.	8,1	5,7	23,7	4,2	6,8	2,8	10,5	4,9	28,3	4,3	12,2	6,7
dic.	9,5	5,5	27,2	7,1	8,6	3,9	13,6	4,6	35,0	12,0	16,9	14,1
2009 gen.	10,1	5,3	28,8	6,9	10,1	5,4	13,6	3,2	38,3	12,9	17,8	8,6
feb.	11,1	6,3	30,1	8,0	10,8	6,5	13,5	3,5	33,8	13,4	18,4	6,3
mar.	11,9	6,5	30,7	8,9	12,4	7,9	15,7	4,9	35,5	12,7	22,1	10,2
apr.	12,1	6,3	30,4	9,9	12,6	10,6	15,4	6,4	37,4	16,3	17,9	11,6
mag.	12,0	5,5	29,4	9,9	13,9	9,4	13,5	6,0	30,4	16,3	15,5	12,0
	A lungo termine											
2008 mag.	5,1	4,6	19,6	5,1	1,4	1,8	4,9	4,6	17,8	4,4	1,4	0,5
giu.	5,2	4,9	21,1	2,2	1,2	1,9	4,8	5,6	17,9	2,3	0,4	-0,1
lug.	5,3	5,2	19,5	2,1	1,6	3,1	5,7	6,3	17,2	0,5	2,2	3,0
ago.	6,1	5,3	21,7	3,1	2,5	3,5	7,7	7,8	25,3	1,7	2,7	6,2
set.	5,7	5,1	21,6	4,4	1,7	2,2	7,1	7,4	24,8	5,0	1,6	4,6
ott.	5,3	4,3	19,3	3,7	2,1	1,4	6,2	5,9	21,5	3,2	1,9	5,0
nov.	6,2	4,5	22,3	3,2	3,5	1,3	7,6	4,4	26,8	2,0	5,6	2,2
dic.	7,3	4,6	26,2	5,5	4,1	2,1	9,7	3,6	34,9	8,7	7,9	4,1
2009 gen.	8,2	4,4	29,4	8,1	5,0	3,3	10,6	2,5	43,0	16,2	7,8	3,5
feb.	9,2	5,1	31,9	10,4	5,8	3,9	10,8	2,4	38,8	19,9	9,1	1,7
mar.	10,4	5,5	32,2	12,9	7,7	5,7	13,7	3,7	40,2	21,5	14,2	6,8
apr.	10,3	5,6	31,7	14,7	7,1	8,6	14,6	5,3	42,8	27,6	12,5	12,4
mag.	10,6	5,2	30,8	16,1	8,5	8,5	13,7	5,9	34,8	32,2	11,4	15,1

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

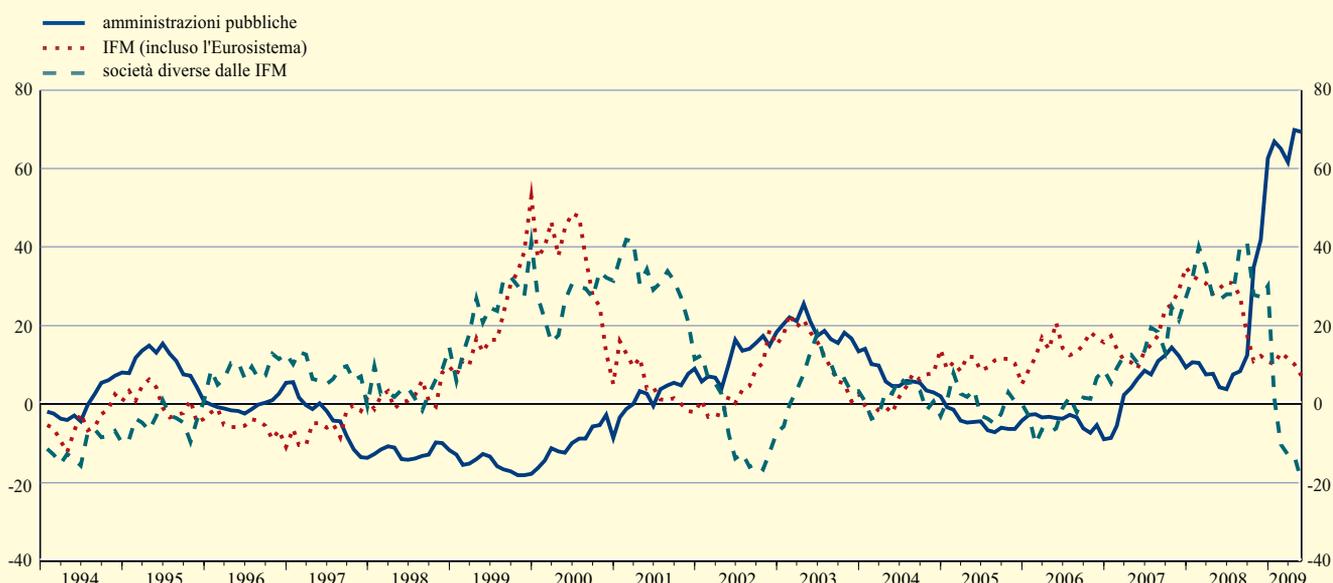


Fonte: BCE.

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

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

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile						
	Totale	IFM (incluso l'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	24
	Tutte le valute												
2007	5,2	7,2	17,0	4,0	2,5	6,6	15,8	11,1	37,8	18,5	3,8		-1,8
2008	3,0	4,9	5,6	4,2	1,5	1,4	12,9	5,5	33,7	7,0	7,6		3,2
2008 2° trim.	2,6	4,3	5,0	4,1	1,2	1,4	12,0	5,0	31,7	8,5	8,2		0,4
3° trim.	3,0	5,5	5,0	3,4	1,3	2,0	12,4	5,3	32,4	3,2	7,7		6,0
4° trim.	3,2	4,5	4,3	4,5	2,4	-0,8	13,1	5,7	34,1	4,3	3,9		10,2
2009 1° trim.	6,1	5,0	8,8	12,3	6,0	1,4	15,9	5,3	44,9	0,4	1,4		11,2
2008 dic.	4,1	4,0	5,0	6,8	4,0	-0,4	15,5	6,1	40,2	1,9	4,5		10,9
2009 gen.	5,4	4,2	7,6	10,8	5,4	1,2	15,6	5,3	44,3	0,5	0,6		10,0
feb.	6,7	5,5	10,6	14,0	6,4	2,0	16,2	5,1	46,7	0,0	0,7		9,7
mar.	8,4	6,6	11,4	17,6	8,4	2,6	16,4	5,0	47,0	-0,9	1,0		16,7
apr.	8,4	6,7	11,9	19,9	7,9	5,3	15,7	4,5	45,7	-0,8	-0,9		20,3
mag.	9,2	7,2	11,5	21,9	8,9	5,0	14,2	2,2	44,4	-2,1	0,1		20,8
	Euro												
2007	4,6	6,5	13,7	2,2	2,7	6,7	15,1	10,3	35,4	18,2	3,9		-2,4
2008	2,9	4,8	5,9	2,1	1,8	1,3	14,3	6,5	35,3	7,1	8,0		2,0
2008 2° trim.	2,4	4,0	4,4	2,0	1,4	1,4	13,1	5,7	32,8	8,2	8,6		-1,1
3° trim.	2,9	5,4	6,0	1,1	1,5	1,8	14,3	6,8	34,3	3,8	8,1		4,6
4° trim.	3,3	4,7	6,5	2,2	2,6	-1,2	15,4	7,6	36,8	5,0	4,1		9,2
2009 1° trim.	6,5	6,1	12,4	9,5	6,1	0,8	18,8	7,9	47,9	0,3	1,5		11,0
2008 dic.	4,4	4,8	7,5	3,8	4,3	-1,0	18,2	8,6	42,9	2,1	4,7		9,7
2009 gen.	5,8	5,3	10,6	7,9	5,5	0,6	18,6	8,1	47,3	0,7	0,8		9,2
feb.	7,2	6,6	14,9	11,1	6,4	1,4	19,0	7,5	49,8	0,0	0,9		10,1
mar.	8,9	8,1	15,8	15,4	8,3	1,9	19,3	7,5	50,1	-1,8	0,9		17,7
apr.	9,0	8,6	16,2	18,0	7,7	4,6	18,4	6,6	48,8	-1,6	-1,0		22,2
mag.	9,8	9,5	16,0	20,2	8,6	4,4	17,0	4,2	47,4	-3,1	0,0		22,8

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)


Fonte: BCE.

1) Le variazioni percentuali sul periodo corrispondente sono calcolate su dati di fine periodo per i dati mensili, su medie nel periodo per i dati trimestrali e annuali. Cfr. le Note tecniche per i dettagli.

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

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

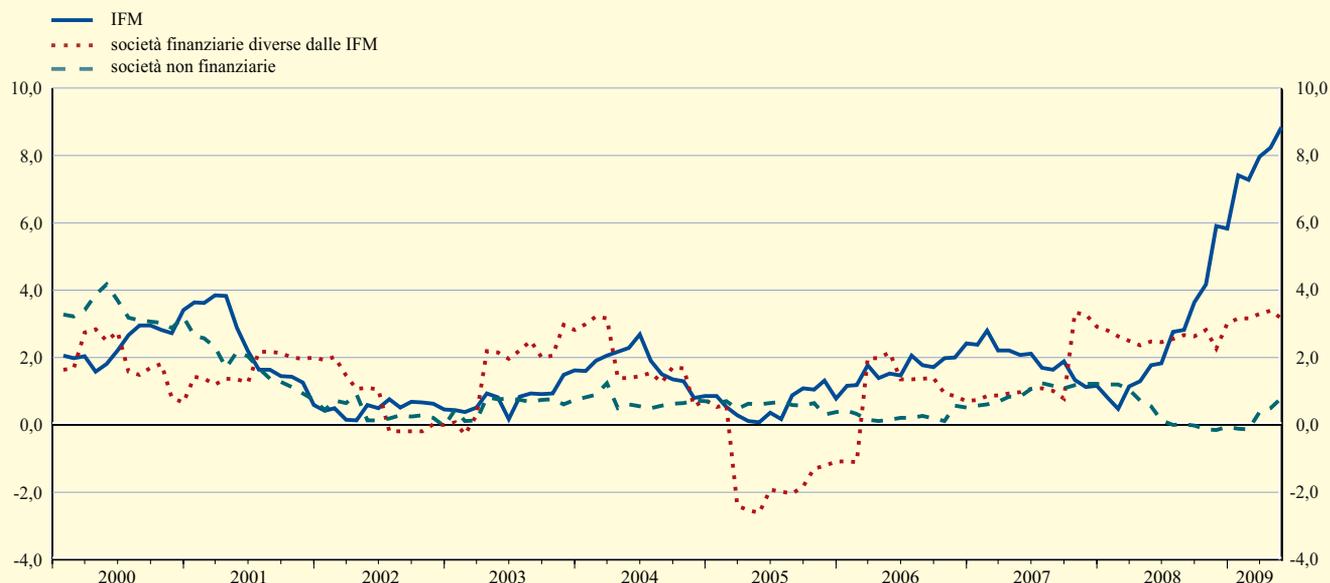
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 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
mar.	3.009,8	106,1	1,5	315,8	8,0	204,8	3,3	2.489,2	0,4
apr.	3.435,5	106,2	1,7	414,4	8,2	249,3	3,4	2.771,8	0,5
mag.	3.580,5	106,5	2,0	455,2	8,8	254,8	3,2	2.870,5	0,8

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'euro¹⁾

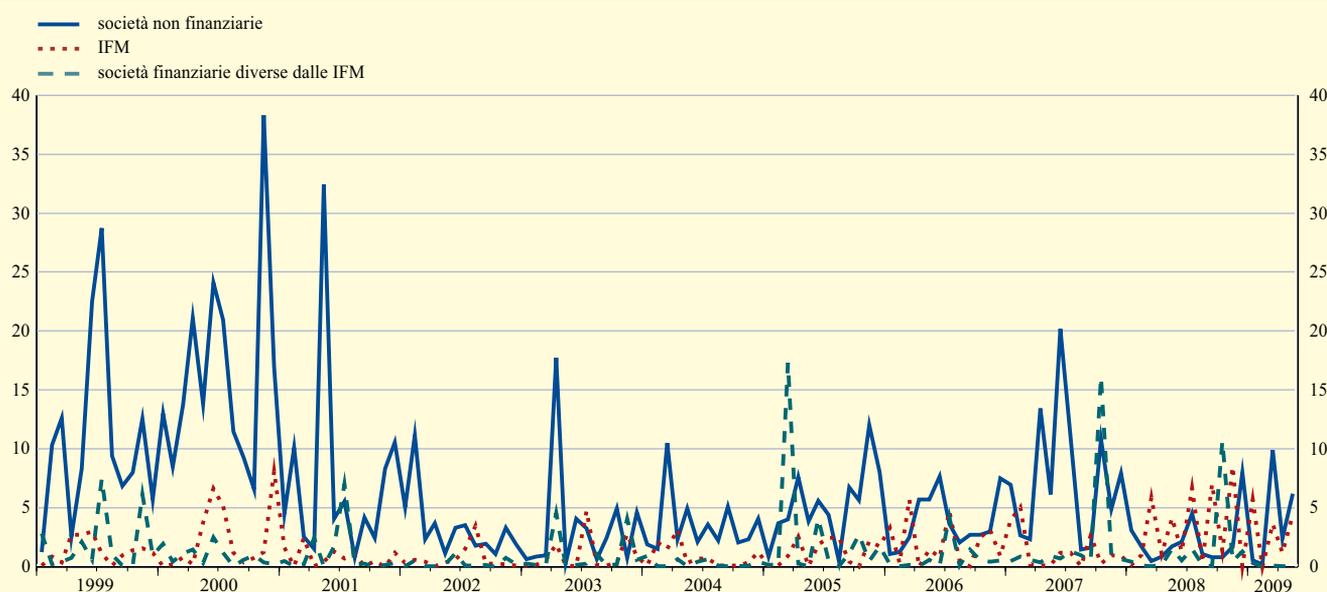
(miliardi di euro; valori di mercato)

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 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	6,0	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
mar.	13,6	0,2	13,4	3,6	0,0	3,6	0,1	0,0	0,1	9,9	0,2	9,7
apr.	3,7	0,3	3,4	1,2	0,0	1,2	0,1	0,0	0,1	2,4	0,3	2,1
mag.	10,6	0,3	10,3	4,4	0,0	4,4	0,0	0,0	0,0	6,2	0,2	6,0

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 ¹⁾

(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 termine
	A vista ²⁾	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ^{2), 3)}		A vista ²⁾	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008 lug.	1,26	4,61	4,83	3,37	2,81	3,94	2,15	4,46	5,06	4,56	4,26
ago.	1,29	4,59	4,87	3,45	2,87	3,98	2,17	4,46	5,34	4,55	4,30
set.	1,32	4,65	4,85	3,36	2,97	4,01	2,20	4,52	5,19	4,69	4,27
ott.	1,34	4,77	4,85	3,57	3,01	4,12	2,20	4,26	5,12	4,57	3,66
nov.	1,29	4,26	4,67	3,71	3,02	4,20	1,98	3,53	4,58	4,18	3,19
dic.	1,16	3,75	4,35	3,69	2,95	4,17	1,63	2,87	4,23	4,09	2,63
2009 gen.	1,02	3,27	3,90	3,52	2,88	4,08	1,28	2,25	3,81	3,78	2,05
feb.	0,90	2,62	3,40	3,23	2,49	3,98	1,12	1,61	3,21	3,89	1,55
mar.	0,80	2,24	2,96	3,07	2,31	3,87	0,96	1,36	2,97	3,30	1,23
apr.	0,66	2,01	2,70	2,87	2,22	3,75	0,80	1,15	2,64	3,07	1,12
mag.	0,61	1,89	2,42	2,71	1,98	3,62	0,76	1,08	2,39	3,12	1,02
giu.	0,56	1,86	2,39	2,58	1,94	3,52	0,66	1,04	2,19	2,64	0,93

2. Tassi di interesse sui prestiti alle famiglie (nuove operazioni)

	Conti correnti attivi ²⁾	Credito al consumo				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ⁴⁾	Prestiti per acquisto di abitazione				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ⁴⁾	Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso		
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso variabile e fino a 1 anno		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			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 lug.	10,65	8,82	7,15	8,58	8,80	5,67	5,27	5,21	5,34	5,62	6,09	6,21	5,82	
ago.	10,77	8,85	7,22	8,69	8,95	5,77	5,36	5,29	5,27	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	8,69	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	5,63	5,34	5,22	5,28	5,58	5,84	6,15	5,75	
dic.	10,46	8,22	7,03	8,39	8,50	5,09	5,06	5,10	5,13	5,30	4,99	5,75	5,29	
2009 gen.	10,13	8,33	7,03	8,63	8,67	4,38	4,77	4,92	5,00	4,86	4,41	5,44	5,23	
feb.	10,14	8,18	6,65	8,49	8,39	3,97	4,54	4,80	4,89	4,61	4,08	5,03	5,16	
mar.	9,94	7,55	6,51	8,31	8,07	3,66	4,33	4,61	4,72	4,38	3,83	4,72	5,05	
apr.	9,71	7,44	6,50	8,27	8,05	3,39	4,19	4,55	4,67	4,22	3,54	4,69	4,90	
mag.	9,62	7,88	6,44	8,17	8,08	3,22	4,13	4,50	4,58	4,11	3,60	4,71	4,90	
giu.	9,56	7,27	6,37	8,03	7,81	3,13	4,05	4,51	4,57	4,09	3,54	4,75	4,93	

3. Tassi di interesse sui prestiti a società non finanziarie (nuove operazioni)

	Conti correnti attivi ²⁾	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)				Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		
								1	2	3	4	5	6	7
2008 lug.		6,74	6,26	6,29	5,53	5,44	5,82	5,55	
ago.		6,76	6,27	6,33	5,49	5,44	5,60	5,57	
set.		6,91	6,34	6,37	5,64	5,62	5,83	5,64	
ott.		6,89	6,52	6,35	5,57	5,59	5,75	5,08	
nov.		6,66	6,04	6,10	5,41	4,86	5,02	4,97	
dic.		6,26	5,38	5,78	5,32	4,28	4,50	4,76	
2009 gen.		5,68	4,73	5,46	5,24	3,51	3,96	4,58	
feb.		5,40	4,32	5,25	4,96	3,10	3,52	4,23	
mar.		5,10	4,03	5,07	4,75	2,83	3,22	3,87	
apr.		4,76	3,82	5,02	4,60	2,54	3,34	4,01	
mag.		4,67	3,73	5,01	4,52	2,48	3,22	3,96	
giu.		4,58	3,64	4,86	4,50	2,56	3,08	3,69	

Fonte: BCE.

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

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

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

4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

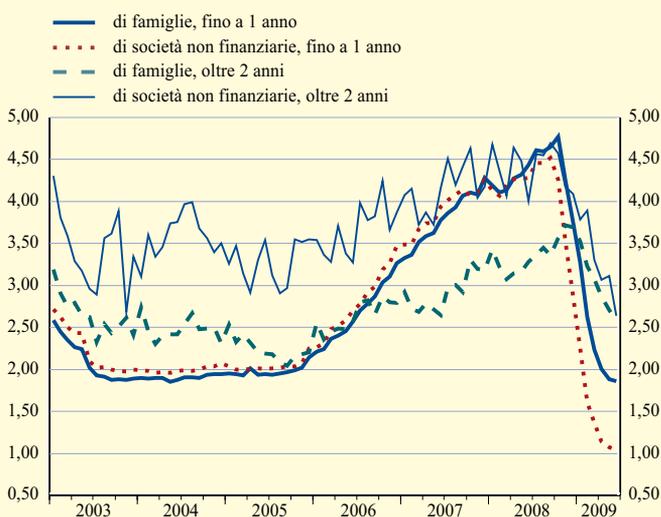
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista ²⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ^{2),3)}		A vista ²⁾	Con durata prestabilita		
	1	fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	6	fino a 2 anni	oltre 2 anni		8
2008 lug.	1,26	4,31	3,07	2,81	3,94	2,15	4,59	4,40	4,24
ago.	1,29	4,38	3,09	2,87	3,98	2,17	4,65	4,39	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	4,41	3,07	2,95	4,17	1,63	4,01	4,30	3,56
2009 gen.	1,02	4,16	3,10	2,88	4,08	1,28	3,49	4,11	3,09
feb.	0,90	3,98	3,17	2,49	3,98	1,12	3,19	4,00	2,68
mar.	0,80	3,78	3,06	2,31	3,87	0,96	2,82	3,87	2,29
apr.	0,66	3,54	3,11	2,22	3,75	0,80	2,52	3,84	1,95
mag.	0,61	3,38	3,04	1,98	3,62	0,76	2,41	3,70	1,79
giu.	0,56	3,25	3,06	1,94	3,52	0,66	2,20	3,65	1,63

5. Tassi di interesse sui prestiti (consistenze)

	Prestiti alle famiglie						Prestiti a società non finanziarie		
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita			Con durata prestabilita		
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
2008 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	6,39	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	6,46	6,16	5,81	5,51
dic.	5,49	4,90	5,08	9,02	7,38	6,38	5,72	5,42	5,27
2009 gen.	5,22	4,72	4,93	8,72	7,22	6,22	5,11	4,89	4,89
feb.	5,14	4,75	4,91	8,61	7,27	6,21	4,77	4,59	4,74
mar.	4,92	4,63	4,78	8,43	7,09	6,07	4,41	4,28	4,48
apr.	4,70	4,49	4,65	8,19	7,00	5,92	4,12	3,97	4,25
mag.	4,59	4,45	4,56	8,08	6,92	5,84	4,01	3,84	4,12
giu.	4,51	4,41	4,46	7,96	6,93	5,79	3,93	3,72	4,00

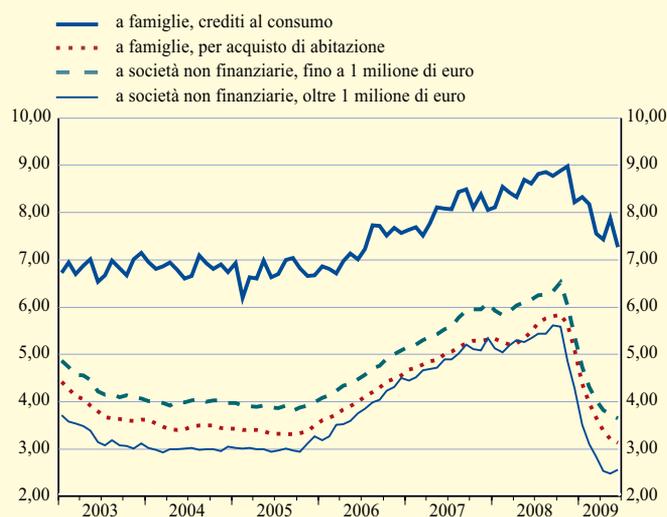
F22 Nuovi depositi con durata prestabilita

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



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

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



Fonte: BCE.

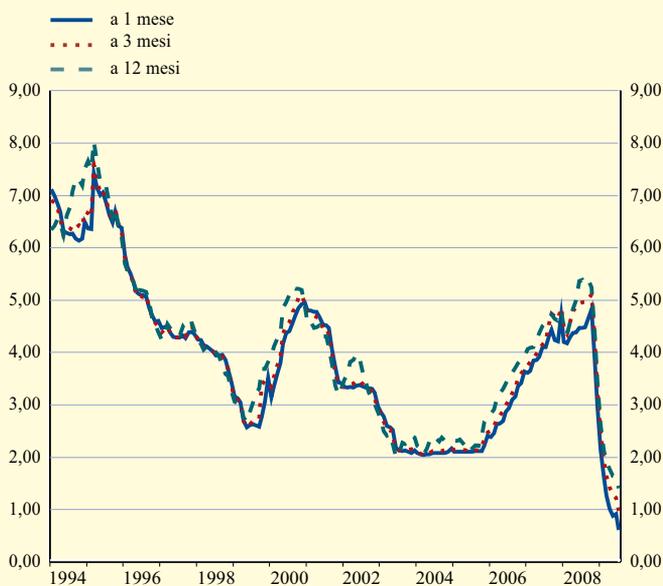
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ^{1,2)}					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,20	0,30
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2008 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
2° trim.	0,77	0,94	1,31	1,51	1,67	0,84	0,53
2008 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
mag.	0,78	0,88	1,28	1,48	1,64	0,82	0,53
giu.	0,70	0,91	1,23	1,44	1,61	0,62	0,49
lug.	0,36	0,61	0,97	1,21	1,41	0,52	0,43

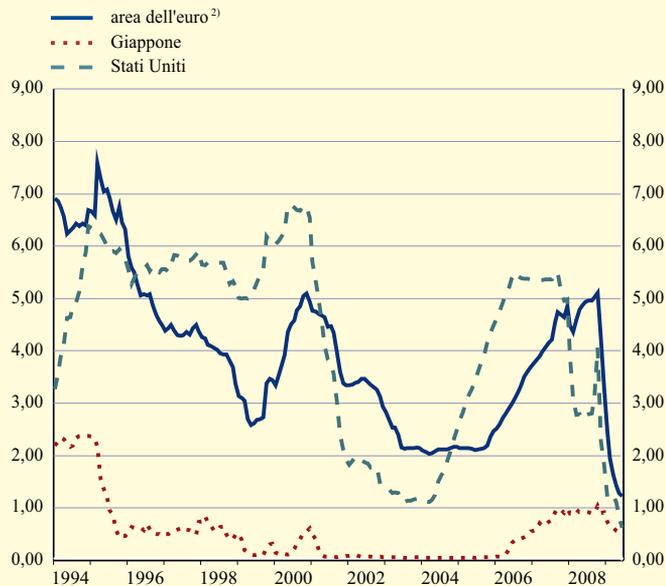
F24 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro²⁾

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



F25 Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi

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



Fonte: BCE.

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

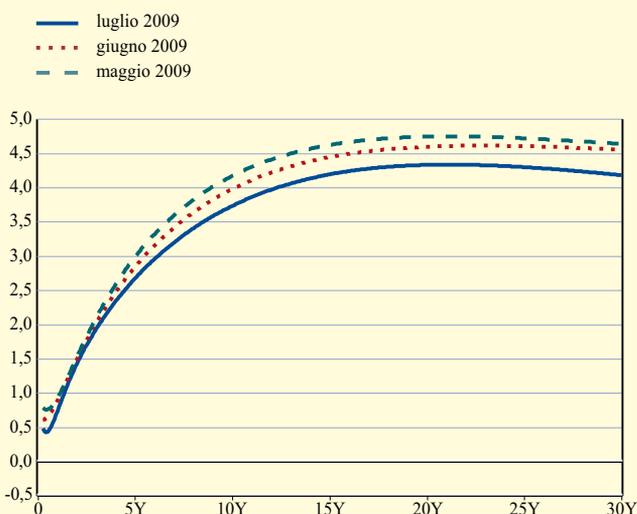
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro¹⁾

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

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 3 mesi (spread)	10 anni- 2 anni (spread)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	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	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	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2008 2° trim.	4,21	4,49	4,62	4,63	4,65	4,73	0,52	0,11	4,73	4,72	4,64	5,00
3° trim.	3,71	3,60	3,59	3,88	4,09	4,34	0,63	0,75	3,52	3,67	4,45	5,00
4° trim.	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 1° trim.	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19
2° trim.	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42
2008 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
mag.	0,79	0,93	1,53	3,00	3,60	4,18	3,39	2,65	1,43	2,77	4,81	5,61
giu.	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42
lug.	0,49	0,74	1,43	2,68	3,21	3,74	3,26	2,31	1,49	2,62	4,21	5,13

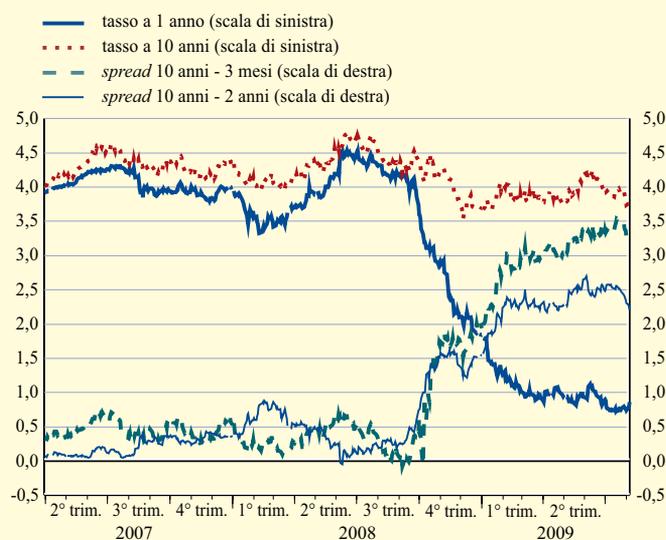
F26 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



F27 Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro

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



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

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

4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx ¹⁾												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolifero 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 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
2° trim.	220,5	2.376,6	326,9	136,6	229,5	287,3	158,6	251,0	201,1	337,7	351,5	343,8	892,0	9.274,8
2008 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
mag.	225,7	2.426,7	331,6	140,1	233,8	296,0	164,5	259,8	203,1	346,3	348,0	346,7	901,7	9.257,7
giu.	226,7	2.449,0	341,0	135,3	235,9	298,3	166,8	255,5	204,3	343,8	349,6	357,0	926,1	9.810,3
lug.	228,0	2.462,1	337,9	134,8	243,7	288,6	170,6	256,8	198,8	334,7	364,8	352,9	934,1	9.678,3

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

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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

PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati ²⁾	
	Indice 2005 = 100	Totale	Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici	Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
in perc. del totale ³⁾	100,0	100,0	83,0	58,6	41,4	100,0	11,9	7,5	29,7	9,6	41,4	89,3	10,7
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,7
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,1
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,3	3,0
2008 2° trim.	108,1	3,6	2,5	4,5	2,4	1,1	1,1	1,2	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	0,9	0,2	2,1	0,7	3,9	3,3
4° trim.	108,2	2,3	2,2	2,1	2,6	-0,6	0,2	0,3	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	0,4	0,1	-4,9	0,4	0,7	2,9
2° trim.	108,3	0,2	1,5	-1,2	2,2	0,3	0,1	-0,6	0,2	0,7	0,4	0,0	1,7
2009 feb.	107,4	1,2	1,7	0,3	2,4	0,2	0,0	0,4	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.	108,2	0,6	1,7	-0,7	2,5	0,1	0,0	-0,4	0,1	0,2	0,2	0,4	1,9
mag.	108,3	0,0	1,5	-1,4	2,1	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,4	0,0	-0,2	1,6
giu.	108,5	-0,1	1,3	-1,5	1,9	0,3	0,4	0,0	-0,1	2,4	0,0	-0,4	1,6
lug. ⁴⁾		-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 ³⁾	19,3	11,9	7,5	39,3	29,7	9,6	10,1	6,0	6,3	3,2	14,9	6,8	
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1	
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3	
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2	
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5	
2008 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	
2° trim.	1,0	1,1	0,9	-2,3	0,7	-10,7	2,1	1,8	3,1	-1,2	2,7	2,0	
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	2,0	
apr.	1,4	1,2	1,6	-1,7	0,8	-8,8	2,0	1,8	3,5	-1,6	3,4	2,1	
mag.	0,9	1,0	0,7	-2,5	0,8	-11,6	2,1	1,8	3,1	-1,0	2,4	2,0	
giu.	0,8	1,1	0,3	-2,7	0,6	-11,8	2,1	1,8	2,7	-1,0	2,1	2,0	

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

in perc. del totale ⁴⁾	Prezzi alla produzione dei beni industriali											Prezzi delle costruzioni ²⁾	Prezzi degli immobili residenziali ³⁾
	Industria escluse le costruzioni												
	Totale (indice 2005=100)	Totale			Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici		
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
							Totale	Durevoli	Non durevoli				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	100,0	4,1	3,3	1,8	2,9	1,2	1,0	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	1,4	1,5	13,4	4,1	6,5	
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,3	2,4	2,1	1,2	4,0	4,4	
2008	114,4	6,1	4,8	3,5	4,0	2,1	3,9	2,8	4,1	14,1	4,1	1,7	
2008 2° trim.	114,9	7,0	6,4	3,7	4,0	2,0	4,8	2,8	5,1	17,2	4,0	2,8 ⁵⁾	
3° trim.	117,2	8,4	6,7	4,2	5,4	2,3	4,2	2,8	4,4	21,6	5,5	-	
4° trim.	113,7	3,4	0,7	2,4	2,6	2,5	2,0	2,6	1,9	6,7	3,9	0,6 ⁵⁾	
2009 1° trim.	109,8	-2,0	-4,3	-1,1	-2,7	1,8	-1,0	1,9	-1,4	-4,2	.	-	
2° trim.	108,2	-5,8	-6,8	-3,0	-5,7	0,6	-2,0	1,5	-2,5	-13,3	.	-	
2009 gen.	110,4	-0,8	-3,3	-0,3	-1,2	1,9	-0,5	1,9	-0,9	-1,9	-	-	
feb.	109,9	-1,9	-4,2	-1,2	-2,9	1,8	-1,0	1,9	-1,4	-3,6	-	-	
mar.	109,1	-3,2	-5,4	-1,9	-3,9	1,5	-1,6	1,8	-2,0	-6,9	-	-	
apr.	108,1	-4,8	-5,9	-2,5	-5,0	1,1	-1,8	1,6	-2,2	-11,1	-	-	
mag.	108,1	-5,9	-7,1	-3,0	-5,7	0,5	-2,0	1,4	-2,5	-13,8	-	-	
giu.	108,4	-6,6	-7,3	-3,5	-6,4	0,3	-2,3	1,5	-2,9	-15,0	-	-	

3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL¹⁾

in perc. del totale	Prezzo del petrolio ⁶⁾ (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Deflatori del PIL							
		Ponderati in base alle importazioni ⁷⁾			Ponderati in base all'utilizzo ⁸⁾			Totale (indice destagionalizzato 2000=100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ⁹⁾	Importazioni ⁹⁾
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2005	44,6	11,9	0,9	17,9	9,0	2,5	14,4	111,6	2,0	2,3	2,1	2,4	2,5	2,4	3,3
2006	52,9	27,5	5,8	37,6	24,4	5,9	38,1	113,8	1,9	2,4	2,2	2,1	2,9	2,7	3,9
2007	52,8	7,5	14,3	5,0	5,1	9,4	2,7	116,4	2,3	2,2	2,2	1,6	2,7	1,7	1,4
2008	65,9	2,0	18,2	-4,3	-1,7	9,7	-8,5	119,1	2,3	2,8	2,9	2,7	2,5	2,5	3,8
2008 2° trim.	78,5	2,5	32,4	-7,5	-0,3	20,3	-11,1	118,9	2,3	3,1	3,4	3,4	2,5	2,8	4,8
3° trim.	77,6	6,8	16,2	2,8	0,6	4,3	-1,9	119,5	2,4	3,3	3,5	2,8	3,1	3,5	5,8
4° trim.	43,5	-10,1	-7,7	-11,2	-14,5	-12,9	-15,8	120,2	2,5	2,1	2,0	2,3	1,9	1,3	0,5
2009 1° trim.	35,1	-29,1	-14,8	-36,0	-28,5	-17,3	-36,8	120,1	1,8	1,2	0,4	2,8	0,1	-2,8	-4,4
2° trim.	43,8	-24,5	-11,1	-31,0	-22,5	-9,9	-31,4	.	.	.	.	.	.	.	.
2009 feb.	34,6	-29,9	-16,1	-36,6	-30,1	-20,4	-37,5	-	-	-	-	-	-	-	-
mar.	36,5	-30,6	-17,7	-36,8	-29,3	-17,8	-37,7	-	-	-	-	-	-	-	-
apr.	39,0	-25,4	-11,7	-31,9	-23,7	-10,8	-32,8	-	-	-	-	-	-	-	-
mag.	42,8	-24,5	-8,3	-32,1	-22,0	-6,7	-32,6	-	-	-	-	-	-	-	-
giu.	49,5	-23,5	-13,1	-28,8	-21,7	-12,0	-28,9	-	-	-	-	-	-	-	-
lug.	46,5	-22,6	-14,6	-26,6	-21,3	-13,6	-26,8	-	-	-	-	-	-	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat (colonna 7 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonne 8-15 nella tavola 3 della sezione 5.1), elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream (colonna 1 nella tavola 3 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 12 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonne 2-7 nella tavola 3 della sezione 5.1).

1) I dati si riferiscono agli Euro 16.

2) Prezzi degli input delle costruzioni residenziali.

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

4) Nel 2005.

5) I dati trimestrali per il secondo (quarto) trimestre si riferiscono a medie semestrali per la prima (seconda) metà dell'anno rispettivamente. Alcuni dati nazionali sono disponibili solo a frequenza annuale, pertanto la stima del dato semestrale – essendo parzialmente derivata da quello annuale – risulta meno accurata di quest'ultimo.

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

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

8) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati sulla base della domanda interna (prodotto interno al lordo delle importazioni e al netto delle esportazioni) dell'area dell'euro nel periodo 2004-06. Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni consultare il sito Internet della BCE).

9) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

4. Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi per occupato e produttività del lavoro¹⁾

(dati destagionalizzati)

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore 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 ²⁾								
2005	109,0	1,2	8,7	-1,1	2,9	1,3	2,1	2,0
2006	110,0	1,0	2,8	-0,7	3,6	0,1	2,6	2,2
2007	111,8	1,6	1,8	-0,3	3,9	1,1	2,6	2,1
2008	115,3	3,2	-0,2	3,5	1,9	3,3	3,0	3,3
2008 1° trim.	113,5	2,5	1,2	0,9	2,1	1,9	4,0	3,0
2° trim.	114,7	2,8	-1,0	1,4	2,0	2,5	2,6	4,5
3° trim.	115,7	3,5	-1,0	4,0	2,6	4,4	3,3	2,7
4° trim.	118,1	4,5	-0,6	9,2	2,2	5,1	2,3	3,2
2009 1° trim.	119,8	5,6	1,1	15,8	2,2	6,4	-0,1	3,1
Redditi per occupato								
2005	112,3	2,0	2,4	1,8	2,0	2,1	2,4	1,9
2006	114,9	2,3	3,3	3,4	3,5	1,5	2,4	1,6
2007	117,8	2,5	3,8	2,9	3,0	2,1	2,3	2,5
2008	121,4	3,1	3,1	2,9	3,9	3,0	2,3	3,5
2008 1° trim.	120,2	3,1	3,9	3,4	3,5	2,4	2,6	3,4
2° trim.	121,1	3,2	2,8	2,7	4,0	2,4	2,0	4,4
3° trim.	121,9	3,4	3,2	3,1	4,5	4,2	2,7	3,2
4° trim.	122,6	2,8	2,4	2,5	3,7	3,1	1,9	3,2
2009 1° trim.	122,4	1,8	4,0	0,6	3,2	2,2	0,2	3,1
Produttività del lavoro ³⁾								
2005	103,1	0,8	-5,8	2,9	-0,8	0,8	0,3	-0,1
2006	104,4	1,3	0,5	4,2	-0,2	1,4	-0,2	-0,5
2007	105,4	0,9	1,9	3,3	-0,8	1,0	-0,3	0,4
2008	105,3	-0,1	3,2	-0,5	1,9	-0,3	-0,7	0,2
2008 1° trim.	105,9	0,6	2,6	2,5	1,4	0,5	-1,4	0,4
2° trim.	105,6	0,3	3,8	1,3	2,0	-0,1	-0,6	-0,1
3° trim.	105,4	-0,1	4,2	-0,9	1,9	-0,2	-0,6	0,5
4° trim.	103,9	-1,6	3,0	-6,1	1,5	-2,0	-0,4	0,1
2009 1° trim.	102,1	-3,6	2,9	-13,1	0,9	-3,9	0,3	0,0

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

	Totale (indice dest. 2000 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ⁵⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale ⁶⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	116,5	2,3	2,3	2,1	2,2	1,7	2,4	2,1
2006	119,4	2,3	2,3	2,2	3,3	1,5	1,9	2,3
2007	122,5	2,7	2,9	2,0	2,6	2,9	2,6	2,1
2008	126,8	3,3	3,3	3,1	3,6	4,0	3,0	3,2
2008 1° trim.	124,8	3,3	3,7	2,5	3,7	4,2	2,9	2,8
2° trim.	125,9	2,3	2,4	2,2	2,3	3,6	2,2	2,9
3° trim.	127,4	3,4	3,4	3,3	2,8	3,5	3,7	3,4
4° trim.	128,9	4,0	3,9	4,4	5,6	4,6	3,0	3,6
2009 1° trim.	.	3,7	3,6	4,5	6,1	3,6	2,4	3,2

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat (tavola 4 della sezione 5.1 e colonna 7 nella tavola 5 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 8 nella tavola 5 della sezione 5.1).

1) I dati si riferiscono agli Euro 16.

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

3) Valore aggiunto (in volume) per occupato.

4) Costo orario del lavoro nell'intera economia, al netto di agricoltura, amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi. A causa della diversa definizione dei settori compresi, le stime delle componenti potrebbero non essere coerenti con il totale.

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

6) Nel 2000.

5.2 Produzione e domanda

1. PIL e componenti della domanda¹⁾

	PIL								
	Totale	Domanda interna				Bilancia commerciale ²⁾			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ³⁾	Totale	Esportazioni ²⁾	Importazioni ²⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2005	8.144,1	8.022,4	4.668,0	1.664,9	1.684,5	5,1	121,7	3.114,1	2.992,4
2006	8.557,6	8.455,8	4.872,3	1.732,3	1.834,4	16,8	101,8	3.472,0	3.370,2
2007	8.998,3	8.858,8	5.063,0	1.799,5	1.972,3	24,1	139,5	3.741,3	3.601,9
2008	9.266,0	9.169,7	5.230,1	1.886,5	2.015,5	37,5	96,3	3.874,8	3.778,5
2008 1° trim.	2.312,5	2.278,5	1.298,6	461,4	512,0	6,5	34,0	985,7	951,7
2° trim.	2.324,8	2.290,4	1.308,0	472,8	510,0	-0,4	34,4	990,1	955,6
3° trim.	2.328,2	2.313,2	1.318,0	474,0	508,4	12,9	15,0	993,8	978,8
4° trim.	2.300,6	2.287,6	1.305,5	478,4	485,2	18,5	13,0	905,3	892,4
2009 1° trim.	2.241,1	2.235,5	1.288,7	483,9	461,0	2,0	5,6	803,2	797,6
<i>in percentuale del PIL</i>									
2008	100,0	99,0	56,4	20,4	21,8	0,4	1,0	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati⁴⁾)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2008 1° trim.	0,7	0,6	0,1	0,4	1,0	-	-	1,7	1,5
2° trim.	-0,3	-0,5	-0,3	0,9	-1,3	-	-	-0,3	-1,0
3° trim.	-0,4	0,3	0,0	0,5	-1,1	-	-	-0,6	0,9
4° trim.	-1,8	-0,8	-0,4	0,4	-4,1	-	-	-7,3	-5,2
2009 1° trim.	-2,5	-2,0	-0,5	0,2	-4,1	-	-	-8,8	-7,6
<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	5,5	-	-	8,3	8,2
2007	2,7	2,5	1,6	2,2	4,8	-	-	5,9	5,3
2008	0,7	0,7	0,4	2,0	0,0	-	-	1,0	1,0
2008 1° trim.	2,2	1,6	1,4	1,5	3,1	-	-	5,2	4,0
2° trim.	1,5	0,9	0,5	2,1	1,6	-	-	3,8	2,4
3° trim.	0,5	0,4	0,0	2,2	-0,4	-	-	1,5	1,3
4° trim.	-1,7	-0,5	-0,7	2,2	-5,4	-	-	-6,6	-3,9
2009 1° trim.	-4,9	-3,1	-1,2	1,9	-10,2	-	-	-16,3	-12,4
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente in punti percentuali</i>									
2008 1° trim.	0,7	0,6	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	-	-
2° trim.	-0,3	-0,5	-0,2	0,2	-0,3	-0,2	0,3	-	-
3° trim.	-0,4	0,3	0,0	0,1	-0,2	0,4	-0,6	-	-
4° trim.	-1,8	-0,8	-0,2	0,1	-0,9	0,3	-1,0	-	-
2009 1° trim.	-2,5	-2,0	-0,3	0,0	-0,9	-0,9	-0,5	-	-
<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	2,8	1,2	0,4	1,1	0,1	0,2	-	-
2007	2,7	2,4	0,9	0,5	1,0	0,0	0,3	-	-
2008	0,7	0,7	0,2	0,4	0,0	0,1	0,0	-	-
2008 1° trim.	2,2	1,6	0,8	0,3	0,7	-0,1	0,5	-	-
2° trim.	1,5	0,8	0,3	0,4	0,4	-0,2	0,6	-	-
3° trim.	0,5	0,4	0,0	0,4	-0,1	0,0	0,1	-	-
4° trim.	-1,7	-0,5	-0,4	0,4	-1,2	0,7	-1,2	-	-
2009 1° trim.	-4,9	-3,1	-0,7	0,4	-2,2	-0,5	-1,8	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati si riferiscono agli Euro 16.

2) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono anche gli scambi commerciali tra i paesi dell'area dell'euro. I dati non sono del tutto coerenti con quelli riportati nelle tavole 7.1.2 e 7.3.1.

3) Includono le acquisizioni nette di oggetti di valore.

4) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero di giornate lavorative.

5.2 Produzione e domanda
2. Valore aggiunto per branca di attività economica¹⁾

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>								
2005	7.299,2	144,1	1.482,4	441,7	1.540,5	2.021,2	1.669,4	844,9
2006	7.643,6	142,0	1.557,3	476,7	1.602,6	2.137,9	1.727,1	914,0
2007	8.040,2	151,9	1.643,5	514,7	1.672,9	2.261,6	1.795,6	958,1
2008	8.311,7	148,1	1.672,4	536,8	1.727,2	2.357,3	1.869,9	954,3
2008 1° trim.	2.070,6	38,7	424,0	135,2	431,3	583,0	458,4	241,9
2° trim.	2.085,3	37,2	425,8	134,8	431,0	589,0	467,5	239,6
3° trim.	2.088,7	36,6	422,2	135,0	434,5	592,5	467,9	239,5
4° trim.	2.067,2	35,6	400,4	131,8	430,5	592,8	476,2	233,4
2009 1° trim.	2.014,1	36,2	361,6	130,8	418,4	587,3	479,8	227,0
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2008	100,0	1,8	20,1	6,5	20,8	28,4	22,5	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati²⁾)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2008 1° trim.	0,6	1,6	0,6	1,8	0,7	0,6	0,2	1,5
2° trim.	-0,1	-0,4	-0,7	-2,1	-0,4	0,5	0,4	-1,3
3° trim.	-0,4	-0,3	-1,6	-1,8	-0,2	0,0	0,6	-0,4
4° trim.	-1,7	1,1	-5,7	-1,6	-1,8	-0,6	0,2	-2,1
2009 1° trim.	-2,5	-0,2	-8,5	-1,0	-2,9	-0,8	0,1	-2,4
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2005	1,7	-6,5	1,8	1,8	1,5	2,8	1,3	1,8
2006	2,9	-1,5	3,9	2,6	3,1	3,7	1,3	3,3
2007	3,0	0,5	3,5	3,1	3,0	3,7	1,6	0,7
2008	0,9	1,7	-0,8	-0,5	1,0	1,8	1,4	-0,7
2008 1° trim.	2,4	1,3	2,9	1,7	3,0	2,6	1,3	0,3
2° trim.	1,6	1,7	1,4	0,3	1,6	2,4	1,3	0,1
3° trim.	0,7	2,5	-1,1	-1,2	0,7	1,6	1,5	-1,0
4° trim.	-1,6	2,0	-7,3	-3,7	-1,7	0,5	1,4	-2,3
2009 1° trim.	-4,7	0,2	-15,7	-6,4	-5,2	-1,0	1,3	-6,0
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente in punti percentuali</i>								
2008 1° trim.	0,6	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	-
2° trim.	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	-
3° trim.	-0,4	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,1	-
4° trim.	-1,7	0,0	-1,2	-0,1	-0,4	-0,2	0,0	-
2009 1° trim.	-2,5	0,0	-1,6	-0,1	-0,6	-0,2	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>								
2005	1,7	-0,1	0,4	0,1	0,3	0,8	0,3	-
2006	2,9	0,0	0,8	0,2	0,7	1,0	0,3	-
2007	3,0	0,0	0,7	0,2	0,6	1,0	0,4	-
2008	0,9	0,0	-0,2	0,0	0,2	0,5	0,3	-
2008 1° trim.	2,4	0,0	0,6	0,1	0,6	0,7	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	0,3	-
4° trim.	-1,6	0,0	-1,5	-0,2	-0,4	0,1	0,3	-
2009 1° trim.	-4,7	0,0	-3,2	-0,4	-1,1	-0,3	0,3	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati si riferiscono agli Euro 16.

2) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero delle giornate lavorative.

5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

3. Produzione industriale¹⁾

	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni
	in perc. del totale ²⁾	Totale (indice dest. 2005 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e i beni energetici						Beni energetici	
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo					
							Totale	Durevoli	Non durevoli			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2006	4,1	104,3	4,2	4,6	4,8	4,9	6,0	2,9	4,4	2,7	0,6	3,4
2007	3,2	108,1	3,7	4,2	4,4	3,8	6,8	2,3	1,3	2,5	-0,9	1,4
2008	-2,4	106,2	-1,8	-1,9	-2,0	-3,4	-0,2	-2,0	-5,6	-1,4	0,3	-4,6
2008 2° trim.	-0,1	108,7	1,0	1,0	0,9	0,1	3,5	-1,2	-2,0	-1,1	2,1	-4,1
3° trim.	-2,3	105,6	-1,5	-1,5	-1,7	-2,2	-0,6	-2,2	-7,2	-1,5	-0,2	-5,2
4° trim.	-8,8	99,1	-8,9	-9,3	-9,5	-13,4	-8,6	-4,8	-11,9	-3,6	-4,3	-8,3
2009 1° trim.	-16,7	91,7	-18,2	-20,0	-20,5	-25,2	-23,4	-7,5	-20,6	-5,4	-4,6	-10,2
2008 dic.	-12,4	96,2	-12,2	-13,2	-13,6	-21,5	-11,4	-4,8	-14,7	-3,4	-4,9	-13,1
2009 gen.	-15,4	93,5	-16,6	-18,7	-19,1	-23,8	-22,4	-6,3	-18,5	-4,3	0,0	-10,4
feb.	-17,9	91,3	-19,2	-21,1	-21,5	-25,7	-25,1	-8,6	-22,3	-6,5	-3,6	-12,1
mar.	-16,7	90,4	-18,7	-20,2	-20,7	-25,9	-22,8	-7,5	-20,9	-5,3	-10,2	-8,2
apr.	-17,9	89,1	-20,6	-21,8	-22,5	-27,0	-26,8	-7,5	-21,2	-5,1	-12,4	-4,9
mag.	-15,4	89,6	-17,0	-18,4	-18,5	-23,2	-22,3	-5,0	-19,8	-2,3	-9,0	-7,8
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>												
2008 dic.	-3,3	-	-3,0	-3,3	-3,4	-6,4	-2,7	-0,6	-2,7	-0,4	0,4	-3,0
2009 gen.	-1,7	-	-2,7	-3,5	-3,6	-2,1	-7,3	-0,4	-2,3	-0,1	0,4	1,6
feb.	-2,3	-	-2,4	-2,4	-2,5	-2,3	-3,1	-1,8	-3,5	-1,5	-2,2	-1,4
mar.	-0,5	-	-1,0	-1,0	-0,8	-1,7	0,2	-0,3	-0,4	-0,2	-3,9	0,5
apr.	-1,3	-	-1,5	-1,0	-1,5	-1,6	-2,8	-0,1	-0,6	0,0	-1,3	0,3
mag.	0,1	-	0,6	0,3	0,9	0,4	1,2	0,5	-1,7	0,8	0,3	-2,0

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

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio escluso carburante per autoveicoli							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera ²⁾ (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti						Migliaia (dest.) ³⁾	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	110,8	10,4	108,3	8,0	3,4	102,4	2,5	1,1	3,6	3,1	5,4	978	3,3
2007	120,2	8,7	115,0	6,5	2,8	104,1	1,6	0,0	2,7	3,5	2,4	970	-0,9
2008	113,5	-5,3	116,9	1,9	1,7	103,3	-0,8	-1,7	-0,3	-1,7	-2,0	893	-8,0
2008 3° trim.	115,0	-1,3	118,5	4,3	2,1	103,1	-1,1	-1,7	-0,6	-1,0	-3,0	892	-8,8
4° trim.	94,9	-22,4	107,3	-7,5	-0,3	102,4	-1,8	-2,2	-1,4	-3,1	-2,8	826	-18,5
2009 1° trim.	84,3	-31,7	95,1	-21,6	-2,6	101,8	-2,5	-3,6	-1,8	-0,2	-6,1	832	-12,6
2° trim.	.	.	.	.	-2,6	101,4	-2,0	-1,3	-2,4	.	.	934	4,0
2009 gen.	84,7	-34,5	96,1	-24,0	-1,3	102,0	-1,8	-2,5	-1,4	1,4	-5,5	781	-20,6
feb.	84,0	-34,3	94,9	-25,2	-3,9	101,6	-3,7	-4,4	-3,1	-4,0	-6,5	853	-12,7
mar.	84,0	-26,4	94,2	-15,8	-2,7	101,6	-2,1	-3,8	-0,9	1,3	-6,2	862	-5,8
apr.	83,6	-35,1	93,9	-25,9	-1,8	101,8	-1,2	-0,8	-1,8	0,0	-5,4	895	-3,7
mag.	83,3	-30,1	94,3	-23,3	-3,6	101,3	-2,5	-2,0	-2,8	-4,5	-5,8	943	5,7
giu.	.	.	.	.	-2,3	101,1	-2,2	-1,3	-2,5	.	.	965	10,0
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2009 feb.	-	-0,9	-	-1,2	-0,6	-	-0,4	-0,3	-0,6	-2,4	-0,9	-	9,2
mar.	-	0,0	-	-0,8	0,0	-	0,0	-0,2	0,3	1,1	-0,4	-	1,1
apr.	-	-0,5	-	-0,3	0,1	-	0,2	1,1	-0,3	-0,7	0,1	-	3,9
mag.	-	-0,3	-	0,4	-0,6	-	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5	-	5,3
giu.	-	.	-	.	0,1	-	-0,2	-0,2	-0,2	.	.	-	2,4

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

1) I dati si riferiscono agli Euro 16.

2) Nel 2005.

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

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

5.2 Produzione e domanda

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

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata ³⁾ (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia					Totale ⁴⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁴⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005	98,2	-7	-16	11	6	81,1	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,9	2	0	6	13	83,1	-9	-3	-9	15	-9
2007	108,9	4	5	5	13	84,1	-5	-2	-4	5	-8
2008	91,1	-9	-15	11	-2	81,8	-18	-10	-25	23	-14
2008 2° trim.	97,7	-3	-6	9	7	83,3	-14	-10	-22	10	-14
3° trim.	89,9	-10	-15	12	-2	82,2	-19	-12	-28	23	-14
4° trim.	75,6	-25	-36	18	-22	78,1	-27	-11	-34	49	-14
2009 1° trim.	65,7	-36	-56	20	-31	72,6	-33	-11	-41	64	-14
2° trim.	70,2	-33	-62	18	-21	.	-28	-9	-34	59	-11
2009 feb.	65,3	-36	-57	20	-32	-	-33	-12	-41	64	-14
mar.	64,6	-38	-61	21	-32	-	-34	-11	-44	69	-13
apr.	67,3	-35	-60	20	-25	70,3	-31	-10	-38	63	-11
mag.	70,2	-33	-61	18	-21	-	-28	-9	-33	58	-13
giu.	73,2	-32	-63	16	-16	-	-25	-7	-29	55	-9
lug.	76,0	-30	-61	14	-13	69,5	-23	-6	-23	53	-10

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale ⁴⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁴⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁴⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2005	-7	-12	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	1	-4	6	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	0	-8	7	1	4	15	12	19	16	19	23
2008	-14	-20	-7	-7	-6	16	1	2	-5	4	7
2008 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
2° trim.	-34	-42	-25	-17	-23	9	-19	-22	-29	-23	-15
2009 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	-20	-26	11	-22	-24	-32	-22	-19
mag.	-34	-44	-23	-14	-18	8	-17	-23	-29	-25	-14
giu.	-33	-42	-24	-17	-24	9	-17	-20	-26	-22	-11
lug.	-33	-41	-25	-13	-16	10	-14	-18	-25	-19	-10

Fonte: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari).

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata per il periodo dal 1990 al 2008.
- 3) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dai dati trimestrali.
- 4) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

5.3 Mercato del lavoro ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale ²⁾	100,0	100,0	85,2	14,8	3,8	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	144,185	1,6	1,8	0,7	-2,0	-0,3	2,7	1,7	3,9	1,8
2007	146,759	1,8	1,9	0,9	-1,4	0,3	4,0	1,9	4,0	1,3
2008	147,929	0,8	1,0	-0,2	-1,5	-0,2	-2,4	1,3	2,5	1,2
2008 1° trim.	148,118	1,5	1,6	0,8	-1,3	0,3	0,3	2,4	4,0	0,8
2° trim.	148,207	1,1	1,4	-0,1	-2,0	0,1	-1,6	1,6	3,0	1,4
3° trim.	147,960	0,6	0,9	-0,9	-1,8	-0,1	-2,9	0,9	2,2	1,1
4° trim.	147,430	0,0	0,1	-0,8	-1,0	-1,3	-5,3	0,3	0,9	1,4
2009 1° trim.	146,129	-1,3	-1,2	-2,2	-2,7	-3,0	-7,6	-1,4	-1,2	1,3
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2008 1° trim.	0,599	0,4	0,4	0,5	0,7	0,3	-0,4	0,7	1,2	0,0
2° trim.	0,090	0,1	0,1	-0,4	-1,4	-0,2	-1,2	0,1	0,2	0,6
3° trim.	-0,247	-0,2	-0,1	-0,4	-0,6	-0,4	-1,5	0,0	0,1	0,1
4° trim.	-0,531	-0,4	-0,3	-0,7	0,3	-1,0	-2,2	-0,4	-0,6	0,6
2009 1° trim.	-1,301	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,4	-2,6	-1,0	-1,0	0,0

2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale ²⁾	100,0		77,9		22,1		50,4		49,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	13,714	9,0	10,673	7,9	3,040	17,5	6,913	8,1	6,800	10,0
2006	12,877	8,3	10,053	7,3	2,824	16,4	6,386	7,5	6,490	9,4
2007	11,660	7,5	9,114	6,6	2,546	14,9	5,730	6,7	5,929	8,5
2008	11,897	7,6	9,270	6,6	2,627	15,4	6,001	6,9	5,896	8,3
2008 2° trim.	11,604	7,4	9,047	6,5	2,557	15,0	5,788	6,7	5,816	8,2
3° trim.	11,963	7,6	9,313	6,6	2,650	15,6	6,071	7,0	5,892	8,3
4° trim.	12,664	8,0	9,847	7,0	2,817	16,6	6,548	7,6	6,115	8,6
2009 1° trim.	13,872	8,8	10,774	7,6	3,097	18,3	7,338	8,5	6,534	9,2
2° trim.	14,729	9,3	11,464	8,1	3,265	19,4	7,883	9,1	6,846	9,6
2009 gen.	13,483	8,5	10,475	7,4	3,009	17,8	7,084	8,2	6,400	9,0
feb.	13,875	8,8	10,776	7,6	3,099	18,4	7,347	8,5	6,529	9,1
mar.	14,257	9,0	11,072	7,8	3,185	18,8	7,584	8,8	6,673	9,3
apr.	14,552	9,2	11,308	8,0	3,244	19,2	7,768	9,0	6,784	9,5
mag.	14,738	9,3	11,462	8,1	3,276	19,4	7,893	9,1	6,845	9,6
giu.	14,896	9,4	11,621	8,2	3,276	19,5	7,987	9,2	6,909	9,7

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 ¹⁾
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette					Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali			Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale	
		Famiglie	Imprese		Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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	8,7	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	8,8	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	40,9
2006	45,4	45,0	12,1	8,9	3,0	13,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,5
2007	45,5	45,2	12,4	9,1	3,1	13,8	0,3	15,1	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,7
2008	44,8	44,6	12,2	9,3	2,7	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 ³⁾		
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale		A carico delle istituzioni dell'UE	
														1
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	46,7	42,8	10,2	5,0	2,9	24,8	22,0	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,8
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	43,1
2008	46,7	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 ⁴⁾							Consumi pubblici individuali
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	
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	20,4	10,1	5,1	5,2	1,9	2,1	8,1	12,3

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) ⁵⁾

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
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 ¹⁾

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Bancnote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ²⁾				Altri creditori ³⁾
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
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	50,3	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	69,3	2,3	10,8	6,7	49,5	32,2	16,9	8,1	7,1	37,1

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

	Totale	Emesso da ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri ⁵⁾	Altre valute
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	58,5	4,3	14,1	22,5	29,3	65,6	0,4
2008	69,3	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 ¹⁾
(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Fonte della variazione			Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori ⁶⁾
		Fabbisogno ²⁾	Effetti di rivalutazione ³⁾	Altre variazioni in volume ⁴⁾	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ⁵⁾	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	1,0	1,2	0,0	-0,1	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	0,2	-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	-0,2	0,7	1,6	-0,5	-0,5	-0,1	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	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	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,2	-0,4	0,1	3,3
2005	3,0	3,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,8	-0,6	0,8	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	0,0	1,0	-1,2	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,3	1,0	-0,1	0,1	-0,4	1,2
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,4	2,6	2,2	1,1	0,8	-0,2	4,2

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

Variazione del debito	Disavanzo (-)/avanzo (+) ⁷⁾	Raccordo disavanzo-debito ⁸⁾												
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche								Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume	Altro ⁹⁾
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli ¹⁰⁾	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) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 6) Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 7) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- 8) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- 9) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- 10) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003 1° trim.	42,0	41,5	9,8	12,9	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,5
2° trim.	45,8	44,4	11,9	12,8	15,7	2,0	1,4	1,4	1,2	41,5
3° trim.	42,7	42,2	10,8	12,6	15,5	1,9	0,6	0,5	0,2	39,1
4° trim.	49,2	48,2	13,2	14,1	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 1° trim.	41,4	40,9	9,6	12,9	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,0
2° trim.	44,8	44,0	12,0	12,9	15,3	2,0	1,1	0,8	0,6	40,8
3° trim.	42,8	42,3	10,6	12,8	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,1
4° trim.	49,0	48,0	13,0	14,2	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.	44,4	43,8	11,7	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,2
3° trim.	43,4	42,7	11,0	13,0	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,5
4° trim.	49,1	48,3	13,4	14,2	16,1	2,9	0,8	0,8	0,3	43,9
2006 1° trim.	42,4	41,9	10,2	13,4	15,1	1,6	0,8	0,4	0,3	38,9
2° trim.	45,5	45,0	12,3	13,5	15,1	1,9	1,3	0,5	0,3	41,2
3° trim.	43,8	43,2	11,5	13,0	15,2	2,0	0,8	0,5	0,3	39,9
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	41,8	10,3	13,5	14,8	1,7	0,8	0,4	0,3	38,8
2° trim.	45,7	45,3	12,8	13,4	15,0	1,8	1,5	0,4	0,3	41,5
3° trim.	43,7	43,2	12,1	12,8	14,9	1,9	0,8	0,5	0,3	40,1
4° trim.	49,8	49,2	14,5	14,2	15,8	3,0	0,9	0,5	0,3	44,7
2008 1° trim.	41,9	41,6	10,6	12,9	14,8	1,7	0,9	0,3	0,2	38,5
2° trim.	44,9	44,6	12,8	12,8	15,0	1,8	1,5	0,4	0,3	40,7
3° trim.	43,1	42,8	11,8	12,5	15,1	1,9	0,8	0,3	0,3	39,5
4° trim.	48,8	48,4	13,6	13,6	16,2	3,0	1,1	0,5	0,3	43,7
2009 1° trim.	42,3	42,1	10,6	12,5	15,4	1,8	1,0	0,2	0,2	38,8

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
2003 1° trim.	46,8	43,3	10,3	4,6	3,5	24,9	21,3	1,3	3,5	1,9	1,6	-4,9	-1,3
2° trim.	47,1	43,6	10,4	4,7	3,4	25,1	21,6	1,3	3,5	2,3	1,2	-1,3	2,1
3° trim.	47,1	43,4	10,2	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,4	-1,1
4° trim.	51,1	46,3	11,1	5,6	3,1	26,6	23,0	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 1° trim.	46,3	43,0	10,3	4,7	3,2	24,8	21,3	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,0	-1,8
2° trim.	46,6	43,2	10,4	4,7	3,3	24,8	21,5	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,5
3° trim.	46,1	42,7	9,9	4,8	3,1	24,8	21,4	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,3	-0,2
4° trim.	50,9	45,7	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,9	1,0
2005 1° trim.	46,8	43,0	10,2	4,6	3,1	25,1	21,3	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,9	-1,8
2° trim.	46,1	42,7	10,2	4,8	3,2	24,5	21,4	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,7	1,5
3° trim.	45,8	42,3	9,9	4,9	3,0	24,6	21,2	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,4	0,6
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	10,0	4,6	2,9	24,5	21,0	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,8	0,1
2° trim.	45,4	42,2	10,2	4,8	3,1	24,1	21,1	1,1	3,2	2,3	1,0	0,1	3,1
3° trim.	45,3	41,9	9,8	4,8	2,9	24,4	21,1	1,2	3,4	2,5	1,0	-1,6	1,4
4° trim.	50,3	45,0	10,7	5,7	2,7	25,9	22,3	1,4	5,3	3,2	2,2	-0,9	1,8
2007 1° trim.	44,2	41,1	9,8	4,6	2,9	23,7	20,3	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,1	0,8
2° trim.	44,5	41,4	9,9	4,7	3,2	23,6	20,6	1,1	3,2	2,3	0,9	1,2	4,3
3° trim.	45,0	41,2	9,5	4,8	3,0	23,9	20,7	1,2	3,7	2,5	1,2	-1,3	1,7
4° trim.	50,3	45,1	10,6	5,7	2,8	26,0	22,3	1,5	5,1	3,3	1,8	-0,5	2,3
2008 1° trim.	44,5	41,3	9,7	4,6	2,9	24,1	20,4	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,5	0,4
2° trim.	45,0	41,7	10,0	4,8	3,1	23,7	20,6	1,1	3,3	2,3	1,0	-0,1	3,1
3° trim.	45,3	41,8	9,6	4,9	3,0	24,3	21,1	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,2	0,8
4° trim.	51,7	46,5	11,0	5,9	2,8	26,9	22,9	1,4	5,1	3,3	1,8	-2,8	0,0
2009 1° trim.	47,9	44,5	10,5	5,0	3,0	26,0	22,2	1,3	3,4	2,1	1,2	-5,6	-2,6

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 ¹⁾
(in percentuale del PIL)

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

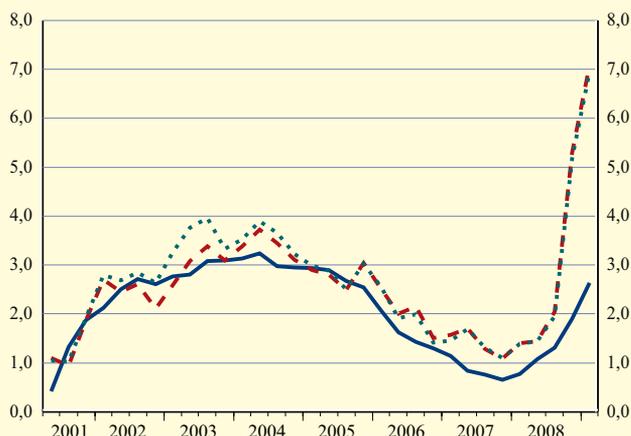
	Totale 1	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi 2	Prestiti 3	Titoli a breve termine 4	Titoli a lungo termine 5
2006 2° trim.	70,4	2,5	11,6	4,9	51,4
3° trim.	69,8	2,5	11,6	4,7	51,0
4° trim.	68,2	2,4	11,4	4,1	50,3
2007 1° trim.	68,5	2,4	11,4	4,8	49,9
2° trim.	68,6	2,2	11,1	5,1	50,2
3° 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	49,0
3° trim.	67,1	2,1	10,8	5,5	48,6
4° trim.	69,3	2,3	10,8	6,7	49,5
2009 1° trim.	73,1	2,3	10,9	7,9	52,0

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito 1	Disavanzo (-) avanzo (+) 2	Raccordo disavanzo-debito							Per memoria: fabbisogno 11	
			Totale 3	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche				Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume 9	Altro 10		
				Totale 4	Banconote, monete e depositi 5	Prestiti 6	Titoli 7				Azioni e altri titoli di capitale 8
2006 2° trim.	3,2	0,1	3,3	3,3	2,6	0,1	0,4	0,1	0,6	-0,6	2,6
3° trim.	1,2	-1,6	-0,4	-0,9	-0,7	-0,2	0,2	-0,2	0,3	0,3	0,9
4° trim.	-2,9	-0,9	-3,9	-2,4	-1,5	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-1,3	-2,8
2007 1° trim.	4,9	-2,1	2,8	1,9	1,0	0,0	0,7	0,2	-0,2	1,1	5,1
2° trim.	3,7	1,2	4,9	4,9	4,0	0,0	0,6	0,3	0,2	-0,2	3,5
3° trim.	-0,5	-1,3	-1,7	-1,7	-2,1	0,1	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,6
4° trim.	-3,5	-0,5	-4,0	-2,9	-2,0	-0,1	-0,6	-0,3	-0,1	-0,9	-3,4
2008 1° trim.	6,0	-2,5	3,5	3,2	2,0	-0,1	0,9	0,4	-0,1	0,4	6,2
2° trim.	3,7	-0,1	3,6	3,6	2,0	0,2	1,1	0,2	0,1	0,0	3,6
3° trim.	2,0	-2,2	-0,2	-1,0	-1,6	-0,1	0,1	0,7	0,5	0,3	1,5
4° trim.	9,3	-2,8	6,5	6,7	0,7	3,4	0,8	1,8	0,0	-0,2	9,3
2009 1° trim.	13,5	-5,6	8,0	6,9	4,9	1,5	-0,2	0,7	-0,1	1,1	13,6

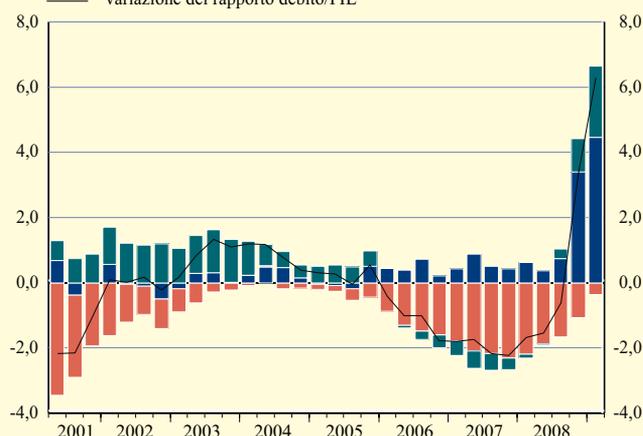
F29 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito
(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

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



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

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



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

1) Dati relativi agli Euro 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

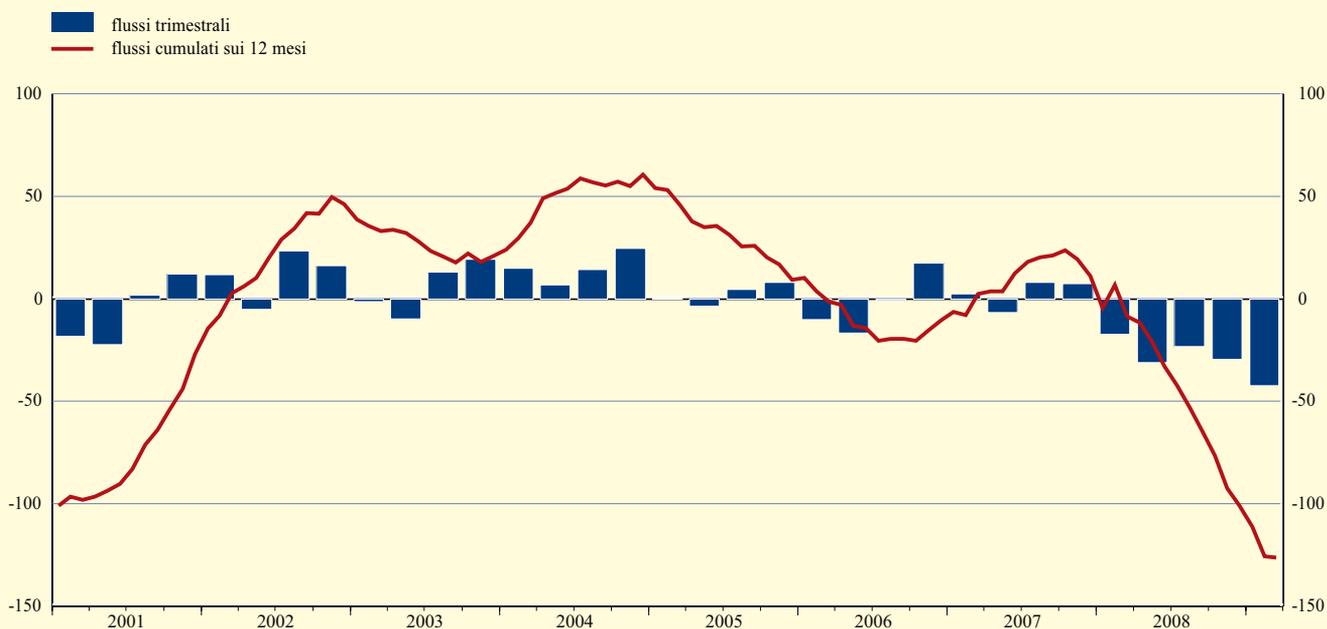
7.1 Bilancia dei pagamenti ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario					Errori e omissioni	
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2006	-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	-101,0	-6,0	42,8	-41,3	-96,4	12,0	-89,0	303,3	-242,3	441,5	-56,7	164,6	-3,9	-214,3
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.	-29,5	-0,6	6,2	-9,8	-25,3	1,0	-28,5	126,3	-77,7	204,2	-16,7	17,0	-0,4	-97,9
2009 1° trim.	-42,4	-10,3	0,8	-2,6	-30,2	1,5	-40,8	147,9	-38,5	179,4	14,3	-13,0	5,7	-107,0
2008 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.	-8,1	3,9	1,5	-2,7	-10,9	-0,1	-8,2	75,0	-12,0	142,6	-3,2	-44,5	-7,9	-66,7
nov.	-16,0	-4,0	1,4	-4,2	-9,2	1,3	-14,6	15,1	-51,9	53,7	-9,5	23,2	-0,4	-0,5
dic.	-5,3	-0,5	3,3	-2,9	-5,2	-0,3	-5,6	36,3	-13,9	7,9	-4,0	38,3	7,9	-30,7
2009 gen.	-28,4	-13,9	0,2	-3,5	-11,2	0,2	-28,3	45,4	-9,4	2,3	7,2	39,9	5,3	-17,2
feb.	-7,0	0,3	0,5	-1,7	-6,2	0,5	-6,5	34,5	-8,5	81,4	2,9	-42,5	1,2	-28,0
mar.	-7,0	3,3	0,0	2,6	-12,9	0,9	-6,1	68,0	-20,6	95,7	4,2	-10,4	-0,8	-61,9
apr.	-9,4	3,9	2,3	-7,2	-8,4	2,0	-7,4	-2,5	-4,5	-9,0	7,7	3,1	0,1	9,9
mag.	-13,0	2,2	2,9	-11,8	-6,2	0,2	-12,7	24,7	6,1	53,8	10,3	-43,3	-2,3	-12,0
	<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>													
2009 mag.	-116,9	-11,2	31,7	-38,0	-99,4	7,2	-109,7	373,0	-175,5	593,6	12,0	-62,4	5,3	-263,3

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

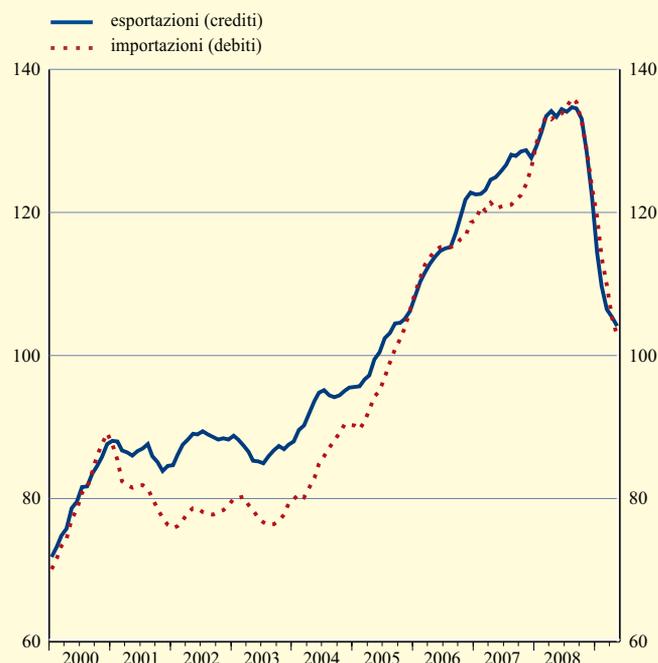
(miliardi di euro; transazioni)

1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

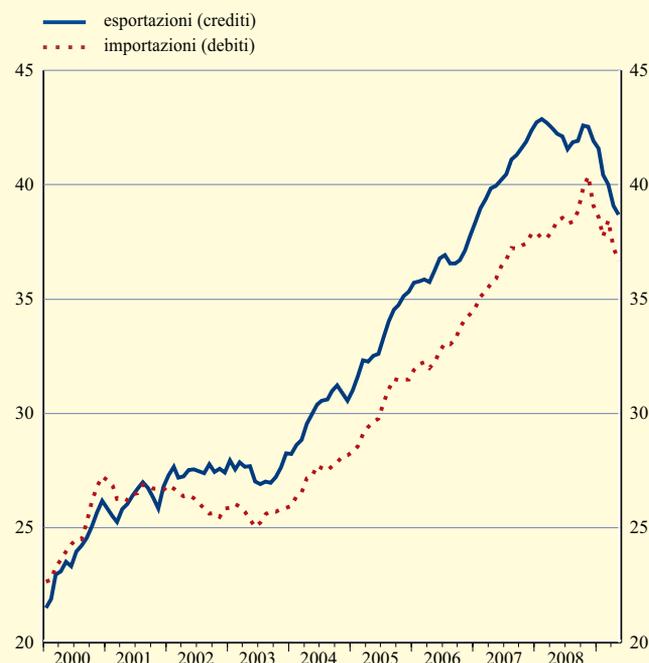
	Conto corrente										Conto capitale				
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti				Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti		Debiti			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Rimesse dei lavoratori 11	12	Rimesse dei lavoratori 13	14	15
2006	2.423,8	2.434,3	-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	2.761,1	2.862,0	-101,0	1.579,5	1.585,5	506,5	463,8	586,0	627,3	89,0	6,7	185,5	21,3	25,7	13,7
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.	674,8	704,2	-29,5	378,4	379,0	127,3	121,0	141,7	151,5	27,4	1,8	52,7	5,5	4,7	3,8
2009 1° trim.	560,0	602,4	-42,4	308,3	318,6	108,9	108,1	117,7	120,3	25,1	1,4	55,4	4,9	4,2	2,6
2009 mar.	194,1	201,0	-7,0	110,9	107,6	37,1	37,1	41,6	39,0	4,4	.	17,3	.	1,9	1,1
apr.	185,8	195,2	-9,4	104,1	100,2	36,7	34,3	39,6	46,8	5,4	.	13,8	.	2,7	0,7
mag.	183,7	196,6	-13,0	98,9	96,7	37,0	34,1	42,0	53,8	5,8	.	12,1	.	0,9	0,7
	Dati destagionalizzati														
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.	653,8	697,1	-43,2	366,6	370,4	125,8	117,3	139,0	160,3	22,5	.	49,0	.	.	.
2009 1° trim.	581,4	625,7	-44,3	319,3	329,7	120,0	115,3	121,6	133,0	20,5	.	47,7	.	.	.
2008 dic.	206,0	221,0	-15,0	114,8	117,7	40,4	36,2	43,0	50,5	7,7	.	16,5	.	.	.
2009 gen.	197,1	218,8	-21,7	107,3	115,4	41,5	39,2	42,3	47,9	6,0	.	16,2	.	.	.
feb.	194,2	206,9	-12,7	106,9	108,0	39,4	37,8	40,0	45,9	7,9	.	15,1	.	.	.
mar.	190,1	200,1	-10,0	105,2	106,3	39,2	38,3	39,3	39,1	6,6	.	16,4	.	.	.
apr.	187,6	193,7	-6,1	104,1	101,7	38,7	35,7	38,6	41,5	6,2	.	14,8	.	.	.
mag.	189,4	190,6	-1,2	103,1	100,2	38,3	36,0	41,6	40,0	6,4	.	14,4	.	.	.

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				
			1	2									3	4	5	6
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	566,9	616,8	189,4	61,9	134,5	47,4	29,8	25,5	42,7	124,4	123,7	128,1	181,3	204,3
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	136,8	148,8	41,5	8,3	36,3	11,4	8,4	6,3	8,4	21,0	31,0	34,1	47,5	51,0
2009 1° trim.	4,6	2,1	113,1	118,3	38,9	12,9	28,5	17,1	5,2	5,4	7,3	13,5	25,8	33,1	35,8	37,7

3. Scomposizione per area geografica

(transazioni cumulate)

dal 2° trim. 2008 al 1° trim. 2009	Totale	Unione europea 27 (paesi e istituzioni esterne all'area dell'euro)						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
	1	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		2	3	4	5	6	7									
	Crediti															
Conto corrente	2.640,6	949,6	57,8	80,4	487,6	267,2	56,5	39,1	34,2	83,1	29,8	54,9	96,1	183,3	383,7	786,8
Beni	1.497,5	509,5	34,7	50,4	217,4	206,9	0,0	21,8	18,0	64,0	22,4	32,3	73,0	90,9	183,2	482,5
Servizi	498,5	166,8	12,5	13,1	107,1	28,6	5,6	7,5	6,7	14,7	5,6	11,1	13,5	49,3	77,7	145,5
Redditi	556,6	210,6	9,8	15,4	150,1	28,5	6,7	9,6	8,8	4,0	1,7	11,2	9,2	36,3	115,9	149,3
da capitale	537,8	204,1	9,7	15,2	148,5	27,8	2,9	9,5	8,7	4,0	1,7	11,2	9,1	29,3	114,1	146,0
Trasferimenti correnti	88,1	62,7	0,8	1,6	12,9	3,2	44,2	0,2	0,7	0,3	0,1	0,4	0,4	6,8	6,9	9,5
Conto capitale	21,0	17,7	0,1	0,0	1,2	0,2	16,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,5	1,4	1,1
	Debiti															
Conto corrente	2.766,8	870,3	46,6	80,3	419,8	221,2	102,4	-	31,2	-	-	96,7	-	178,2	388,9	-
Beni	1.511,3	412,0	29,7	47,1	164,1	171,1	0,0	26,6	14,0	177,7	20,7	52,7	101,1	79,1	141,9	485,4
Servizi	465,0	140,6	8,3	11,3	87,7	33,1	0,2	5,6	6,8	11,3	4,6	8,3	9,0	39,6	97,0	142,4
Redditi	603,9	204,7	7,6	20,7	155,7	12,1	8,6	-	8,6	-	-	35,2	-	53,5	142,0	-
da capitale	593,4	198,6	7,5	20,6	154,2	7,7	8,6	-	8,6	-	-	35,1	-	53,0	141,0	-
Trasferimenti correnti	186,5	112,9	1,0	1,2	12,4	4,8	93,6	1,5	1,8	2,5	0,7	0,6	0,5	6,0	8,0	52,0
Conto capitale	13,4	2,5	0,0	0,1	1,2	0,2	1,0	0,2	1,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	1,4	7,3
	Saldo															
Conto corrente	-126,1	79,3	11,3	0,1	67,7	46,1	-45,9	-	3,0	-	-	-41,8	-	5,1	-5,1	-
Beni	-13,8	97,4	5,0	3,3	53,4	35,8	0,0	-4,8	3,9	-113,7	1,7	-20,4	-28,1	11,8	41,3	-2,9
Servizi	33,5	26,2	4,2	1,8	19,4	-4,5	5,3	1,9	0,0	3,4	1,0	2,8	4,5	9,8	-19,3	3,1
Redditi	-47,4	5,9	2,3	-5,3	-5,6	16,4	-1,9	-	0,2	-	-	-24,0	-	-17,2	-26,1	-
da capitale	-55,7	5,5	2,2	-5,4	-5,7	20,1	-5,7	-	0,2	-	-	-23,9	-	-23,7	-26,9	-
Trasferimenti correnti	-98,4	-50,2	-0,2	0,4	0,6	-1,6	-49,4	-1,2	-1,1	-2,2	-0,6	-0,2	-0,1	0,7	-1,1	-42,5
Conto capitale	7,5	15,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	15,2	-0,1	-1,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-6,2

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

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

1. Conto finanziario: principali voci

	Totale ¹⁾			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)														
2004	8.602,5	9.518,4	-915,9	109,5	121,2	-11,7	2.268,7	2.235,4	3.045,0	4.080,2	-37,4	3.045,2	3.202,9	281,0
2005	10.785,2	11.605,3	-820,2	132,3	142,4	-10,1	2.790,8	2.444,3	3.887,5	5.109,1	-21,4	3.805,8	4.052,0	322,5
2006	12.258,8	13.306,1	-1.047,3	143,3	155,6	-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	165,8	-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 4° trim.	13.069,7	14.873,5	-1.803,9	141,0	160,4	-19,5	3.742,5	3.223,1	3.723,6	5.985,8	1,2	5.228,2	5.664,6	374,2
2009 1° trim.	12.776,8	14.762,3	-1.985,5	138,9	160,5	-21,6	3.771,7	3.229,1	3.609,5	6.029,9	-44,8	5.044,7	5.503,3	395,7
Variazioni nelle consistenze														
2004	740,8	888,6	-147,8	9,4	11,3	-1,9	99,2	151,2	389,4	494,0	-17,3	295,4	243,4	-25,7
2005	2.182,7	2.086,9	95,7	26,8	25,6	1,2	522,1	209,0	842,5	1.028,9	16,0	760,6	849,1	41,5
2006	1.473,6	1.700,8	-227,1	17,2	19,9	-2,7	340,9	284,3	484,0	757,4	0,6	642,9	659,0	5,2
2007	1.491,8	1.609,3	-117,5	16,6	17,9	-1,3	394,4	362,9	282,3	473,5	10,6	784,7	772,9	19,7
2008 4° trim.	-859,4	-311,8	-547,6	-36,4	-13,2	-23,2	-34,9	24,4	-557,5	-43,2	-22,0	-248,3	-292,9	3,3
2009 1° trim.	-292,8	-111,2	-181,6	-13,3	-5,1	-8,3	29,2	6,0	-114,0	44,0	-46,0	-183,6	-161,3	21,6
Transazioni														
2005	1.329,2	1.339,4	-10,2	16,3	16,4	-0,1	358,4	152,4	416,2	543,3	17,3	554,9	643,7	-17,7
2006	1.680,0	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	21,5	-0,5	474,2	381,7	439,5	599,3	67,0	910,9	956,9	5,1
2008	395,2	698,5	-303,3	4,3	7,5	-3,3	348,1	105,8	-20,2	421,4	56,7	6,7	171,4	3,9
2008 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	-246,8	-126,3	-15,8	-10,4	-5,3	47,6	-30,1	-160,7	43,4	16,7	-277,1	-260,1	0,4
2009 1° trim.	-246,1	-98,2	-147,9	-11,2	-4,5	-6,7	79,3	40,8	-72,2	107,2	-14,3	-233,2	-246,2	-5,7
2009 gen.	8,8	54,2	-45,4	.	.	.	24,9	15,5	31,7	34,1	-7,2	-35,2	4,6	-5,3
feb.	-132,4	-97,9	-34,5	.	.	.	21,0	12,5	-40,9	40,5	-2,9	-108,4	-150,9	-1,2
mar.	-122,5	-54,6	-68,0	.	.	.	33,4	12,8	-63,1	32,6	-4,2	-89,6	-100,0	0,8
apr.	78,7	76,2	2,5	.	.	.	59,2	54,7	-0,6	-9,6	-7,7	28,0	31,1	-0,1
mag.	-140,2	-115,5	-24,7	.	.	.	11,9	18,0	10,3	64,0	-10,3	-154,2	-197,5	2,3
Altre variazioni														
2004	-76,9	97,0	-173,9	-1,0	1,2	-2,2	-69,8	61,8	43,6	76,2	-25,8	-11,7	-41,0	-13,3
2005	853,5	747,5	105,9	10,5	9,2	1,3	163,7	56,5	426,3	485,6	-1,4	205,7	205,4	59,2
2006	-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
Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio														
2004	-168,8	-96,4	-72,4	-2,1	-1,2	-0,9	-36,0	7,4	-62,3	-50,2	.	-61,2	-53,5	-9,4
2005	369,3	214,4	154,9	4,5	2,6	1,9	86,9	-18,2	136,8	118,1	.	126,9	114,5	18,7
2006	-321,7	-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
Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi														
2004	102,1	218,6	-116,5	1,3	2,8	-1,5	30,7	25,0	100,3	193,6	-25,8	.	.	-3,1
2005	288,1	327,5	-39,4	3,5	4,0	-0,5	60,7	48,6	186,6	278,9	-1,4	.	.	42,1
2006	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	2,4	29,6	12,3	151,7	-76,1	-56,4	.	.	31,6
Altre variazioni dovute ad altre rettifiche														
2004	-10,3	-25,2	15,0	-0,1	-0,3	0,2	-64,5	29,4	5,6	-67,2	.	49,5	12,5	-0,8
2005	195,5	205,6	-10,2	2,4	2,5	-0,1	16,0	26,1	102,9	88,6	.	78,8	90,9	-2,2
2006	-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
Tassi di crescita delle consistenze														
2004	10,3	9,1	-	.	.	.	7,8	4,2	12,8	11,5	.	11,1	9,5	-4,1
2005	14,9	13,7	-	.	.	.	15,2	6,8	13,1	12,8	.	17,6	19,5	-5,8
2006	15,7	15,8	-	.	.	.	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 3° trim.	8,2	8,1	-	.	.	.	12,2	8,9	5,3	6,6	.	7,4	9,6	-0,4
4° trim.	2,8	4,7	-	.	.	.	10,0	3,4	-0,7	7,0	.	0,1	3,2	1,1
2009 1° trim.	-3,0	0,1	-	.	.	.	7,2	1,7	-4,0	6,3	.	-9,5	-7,1	-1,9

Fonte: BCE.

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

7.3 Conto finanziario

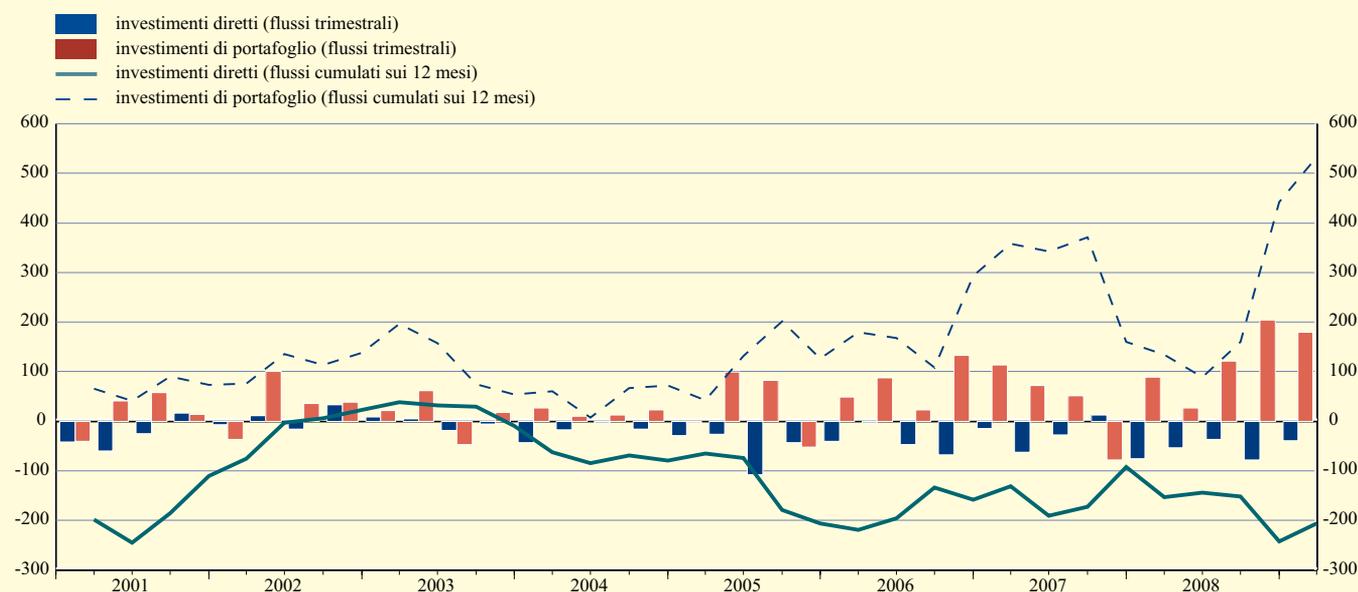
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni nel periodo)

2. Investimenti diretti

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti							
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
2006	3.131,7	2.540,4	217,4	2.323,0	591,3	2,2	589,1	2.728,7	2.091,9	65,5	2.026,4	636,8	9,7	627,1
2007	3.526,1	2.844,3	246,4	2.597,9	681,9	6,3	675,6	3.091,6	2.343,9	69,1	2.274,8	747,7	14,9	732,8
2008 4° trim.	3.742,5	2.951,6	248,7	2.703,0	790,9	6,1	784,7	3.223,1	2.394,4	75,8	2.318,6	828,7	17,1	811,6
2009 1° trim.	3.771,7	2.953,9	254,8	2.699,0	817,8	12,0	805,8	3.229,1	2.403,7	77,7	2.325,9	825,5	17,3	808,2
Transazioni														
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	348,1	227,5	14,0	213,5	120,6	-0,2	120,8	105,8	76,9	-1,3	78,2	28,9	1,5	27,4
2008 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
2008 4° trim.	47,6	27,9	5,8	22,1	19,7	-0,3	20,0	-30,1	8,6	0,0	8,6	-38,7	-0,2	-38,6
2009 1° trim.	79,3	36,2	9,1	27,1	43,1	0,9	42,2	40,8	34,7	1,0	33,7	6,1	0,1	5,9
2009 gen.	24,9	14,5	4,2	10,3	10,4	1,4	9,0	15,5	12,0	2,2	9,8	3,6	0,3	3,3
2009 feb.	21,0	8,7	0,9	7,8	12,3	0,7	11,6	12,5	8,8	0,5	8,3	3,6	0,1	3,6
2009 mar.	33,4	13,1	4,0	9,0	20,4	-1,2	21,6	12,8	13,9	-1,7	15,7	-1,1	-0,2	-1,0
2009 apr.	59,2	49,7	6,7	43,0	9,5	1,5	7,9	54,7	47,8	0,3	47,5	6,9	0,1	6,8
2009 mag.	11,9	6,8	-0,1	6,9	5,1	0,1	5,1	18,0	4,9	-0,1	5,0	13,1	0,1	13,0
Tassi di crescita														
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 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
2008 4° trim.	10,0	8,1	5,7	8,3	17,8	-4,5	18,0	3,4	3,3	-1,9	3,5	3,9	8,4	3,8
2009 1° trim.	7,2	5,1	6,0	5,0	15,8	-19,9	16,2	1,7	2,9	-0,7	3,0	-1,8	8,3	-2,0

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

	Totale		Azioni e altre partecipazioni				Strumenti di debito									
	1	2	Totale		non IFM		Obbligazioni e note				Strumenti di mercato monetario					
			3	4	5	6	IFM		non IFM		12	13	14	15	16	
							Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche	Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche						
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																
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 4° trim.	3.723,6	1.144,8	70,6	3,0	1.074,1	28,0	2.134,3	955,1	19,9	1.179,2	17,0	444,5	376,9	61,6	67,6	1,2
2009 1° trim.	3.609,5	1.053,7	62,2	2,9	991,4	27,9	2.089,4	913,5	17,1	1.175,9	16,1	466,5	389,1	58,9	77,4	1,7
Transazioni																
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	-20,2	-113,2	-55,4	0,6	-57,8	-0,5	88,6	48,2	10,3	40,4	2,4	4,4	21,8	21,2	-17,4	0,3
2008 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.	-160,7	-49,9	-4,0	0,4	-45,8	-1,3	-62,1	-16,7	-1,1	-45,4	-0,5	-48,8	-22,1	-5,1	-26,7	0,2
2009 1° trim.	-72,2	-34,4	-7,9	0,0	-26,6	0,2	-57,4	-40,5	-2,4	-16,9	-1,2	19,7	13,4	-0,5	6,3	0,4
2009 gen.	31,7	12,9	2,8	0,0	10,1	.	-2,3	-2,4	-1,1	0,1	.	21,2	17,5	-0,3	3,7	.
feb.	-40,9	-28,9	-5,4	0,0	-23,5	.	-16,2	-5,3	0,1	-10,9	.	4,2	2,6	0,0	1,6	.
mar.	-63,1	-18,4	-5,3	0,0	-13,2	.	-38,9	-32,8	-1,4	-6,1	.	-5,7	-6,6	-0,1	0,9	.
apr.	-0,6	-2,5	0,1	-0,1	-2,6	.	6,9	-6,6	0,6	13,5	.	-5,1	0,3	1,3	-5,4	.
mag.	10,3	3,0	1,2	0,0	1,9	.	1,2	-9,8	-0,2	11,1	.	6,0	2,1	-1,9	3,8	.
Tassi di crescita																
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 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.	-0,7	-6,6	-37,8	26,0	-3,9	-1,3	4,0	5,1	48,9	3,2	14,6	0,7	6,1	82,5	-22,2	52,8
2009 1° trim.	-4,0	-7,3	-23,2	19,1	-6,1	0,8	-0,4	-2,3	7,9	1,1	4,3	-10,1	-5,9	51,3	-27,8	74,6

4. Investimenti di portafoglio: passività

	Totale		Azioni e altre partecipazioni				Strumenti di debito							
	1	2	Totale		non IFM		Obbligazioni e note				Strumenti di mercato monetario			
			3	4	5	6	IFM		non IFM		9	10	11	12
							Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche	Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche				
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
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 4° trim.	5.985,8	2.135,2	574,2	1.561,0	3.255,2	1.148,8	2.106,4	1.374,1	595,4	172,4	423,0	355,9		
2009 1° trim.	6.029,9	2.065,0	593,5	1.471,5	3.337,3	1.139,0	2.198,3	1.437,6	627,6	169,8	457,9	405,3		
Transazioni														
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	421,4	-73,5	94,8	-168,6	274,7	42,3	232,6	205,5	220,2	-6,3	226,4	199,2		
2008 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.	43,4	-42,4	19,2	-61,9	-20,0	-44,8	24,7	40,8	105,8	-10,5	116,3	109,1		
2009 1° trim.	107,2	-10,9	4,3	-15,3	82,1	-13,7	95,8	65,4	36,0	1,2	34,8	51,1		
2009 gen.	34,1	-32,1	.	.	27,4	.	.	.	38,8	.	.	.		
feb.	40,5	-3,2	.	.	39,6	.	.	.	4,1	.	.	.		
mar.	32,6	24,3	.	.	15,2	.	.	.	-6,9	.	.	.		
apr.	-9,6	-21,9	.	.	-15,4	.	.	.	27,7	.	.	.		
mag.	64,0	11,0	.	.	53,5	.	.	.	-0,5	.	.	.		
Tassi di crescita														
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 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.	7,0	-3,2	13,0	-8,7	9,6	3,8	13,1	18,9	65,6	-3,5	135,5	144,6		
2009 1° trim.	6,3	-5,6	3,8	-9,1	9,6	0,9	14,6	17,6	65,3	-5,9	133,9	135,0		

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

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

5. Altri investimenti: attività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2006	4.448,7	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 4° trim.	5.228,2	28,8	27,7	1,0	3.273,9	3.214,9	59,0	101,2	12,0	41,2	7,2	1.824,3	189,2	1.409,7	443,7
2009 1° trim.	5.044,7	21,7	21,4	0,3	3.093,8	3.037,2	56,6	106,7	12,0	45,4	14,5	1.822,5	176,9	1.416,2	446,2
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	6,7	-9,0	-9,0	0,0	-44,7	-60,0	15,3	-6,6	-1,1	-6,7	-5,9	67,0	9,3	-1,2	-44,8
2008 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.	-277,1	-6,9	-7,0	0,0	-240,9	-250,8	10,0	0,0	-0,3	1,0	-1,9	-29,3	-9,5	-19,0	-3,7
2009 1° trim.	-233,2	-8,2	-8,2	0,0	-222,1	-220,3	-1,8	6,5	0,0	5,8	9,1	-9,4	-8,6	-1,1	-1,7
2009 gen	-35,2	-2,3	.	.	-39,6	.	.	13,5	.	.	.	12,7	-6,8	.	4,2
feb.	-108,4	-3,6	.	.	-92,5	.	.	-7,8	.	.	.	-4,5	-4,4	.	-9,8
mar.	-89,6	-2,2	.	.	-90,0	.	.	0,8	.	.	.	0,8	1,9	.	4,0
apr.	28,0	1,6	.	.	39,6	.	.	-9,9	.	.	.	-10,2	-3,4	.	-7,3
mag.	-154,2	0,0	.	.	-65,2	.	.	3,8	.	.	.	3,7	-92,8	.	-21,4
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 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.	0,1	-26,4	-27,1	5,0	-1,3	-1,8	21,7	-6,2	-8,6	-14,1	-45,7	3,8	4,8	-0,1	-10,6
2009 1° trim.	-9,5	-57,3	-58,7	6,0	-13,6	-14,1	11,2	4,6	-6,4	9,0	35,9	-0,9	-2,9	-3,1	-14,2

6. Altri investimenti: passività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2006	4.711,0	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 4° trim.	5.664,6	481,5	481,2	0,3	3.762,9	3.704,2	58,6	61,7	0,0	57,7	3,9	1.358,6	166,4	1.076,7	115,5
2009 1° trim.	5.503,3	404,0	400,9	3,2	3.708,6	3.650,0	58,6	58,6	0,0	55,2	3,4	1.332,1	161,0	1.057,1	114,0
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	171,4	280,0	280,0	0,1	-181,4	-192,3	10,9	9,5	0,0	10,9	-1,4	63,2	6,3	57,5	-0,5
2008 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.	-260,1	110,6	110,7	-0,1	-411,7	-418,0	6,3	9,0	0,0	8,6	0,4	32,0	-3,9	29,0	6,8
2009 1° trim.	-246,2	-81,5	-84,4	2,9	-112,1	-110,8	-1,3	-2,1	0,0	-0,9	-1,2	-50,5	-8,8	-37,1	-4,7
2009 gen	4,6	-59,1	.	.	107,8	.	.	2,0	.	.	.	-46,1	.	.	.
feb.	-150,9	-28,1	.	.	-105,7	.	.	-5,2	.	.	.	-11,9	.	.	.
mar.	-100,0	5,6	.	.	-114,2	.	.	1,1	.	.	.	7,5	.	.	.
apr.	31,1	-28,9	.	.	37,8	.	.	-0,6	.	.	.	22,8	.	.	.
mag.	-197,5	-20,2	.	.	-67,3	.	.	0,1	.	.	.	-110,2	.	.	.
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 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.	3,2	140,9	141,1	20,8	-4,6	-4,9	16,1	18,3	-4,8	23,5	-28,3	4,9	4,0	5,6	-0,8
2009 1° trim.	-7,1	82,4	81,3	709,6	-13,6	-14,0	9,2	15,5	0,9	17,9	-19,4	-2,3	-3,5	-1,6	-7,5

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	Altre attività in valuta estera	Deflussi previsti a breve termine di valuta estera
		in miliardi di euro	in milioni di onces			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli				Strumenti finanziari derivati			
							Presso autorità monetarie e la BRI	Presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e note	Strumenti di mercato monetario				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,4	38,0	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007	347,4	201,0	353,688	4,6	3,6	138,2	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,5	0,0	44,3	-38,5
2008 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	187,3	-185,3
4° trim.	374,2	217,0	349,190	4,7	7,3	145,1	7,6	8,0	129,5	0,6	111,0	17,9	0,0	0,1	262,8	-245,7
2009 1° trim.	395,7	240,4	349,059	4,8	8,4	142,1	8,4	3,7	129,9	0,6	108,2	21,1	0,1	0,1	155,4	-141,4
2009 apr.	386,3	231,4	347,851	4,8	8,4	141,6	8,2	4,7	128,6	-	-	-	0,1	0,0	130,1	-116,6
mag.	392,2	240,6	347,784	4,6	10,8	136,0	7,9	5,9	121,9	-	-	-	0,4	0,1	103,1	-90,7
giu.	381,5	229,8	347,546	4,2	11,3	136,1	9,5	6,5	119,9	-	-	-	0,2	0,1	77,6	-65,6
Transazioni																
2006	0,9	-4,2	-	0,5	-5,2	9,8	-6,1	2,4	13,6	0,0	19,3	-5,7	0,0	0,0	-	-
2007	5,1	-3,2	-	0,3	-0,9	8,8	1,0	1,6	6,2	0,0	14,5	-8,3	0,0	0,0	-	-
2008	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 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	-	-
2009 1° trim.	-5,7	-0,9	-	0,0	0,9	-5,7	2,2	-4,9	-3,7	0,0	-6,6	2,9	0,6	0,0	-	-
Tassi di crescita																
2005	-5,8	-2,8	-	4,4	-44,7	-3,8	-2,0	-23,7	1,6	2,2	6,9	-7,9	20,5	-	-	-
2006	0,2	-2,4	-	11,6	-48,8	7,2	-48,4	10,6	13,1	0,0	28,4	-15,3	-73,2	-	-	-
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,2	6,3	15,0	6,2	5,7	1,1	18,5	-27,5	-59,1	-	-	-
2008 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	-	-	-
2009 1° trim.	-1,9	-1,1	-	4,6	131,3	-6,3	139,6	-90,4	6,7	2,6	3,8	24,9	1.001,7	-	-	-

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

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

8. Scomposizione geografica

	Totale	Unione europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Cina	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2007	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
Investimenti diretti	434,6	-97,4	-4,0	-32,9	-277,8	217,6	-0,3	23,7	27,0	-11,0	112,6	-67,4	-37,4	-0,2	484,6
All'estero	3.526,1	1.285,8	37,1	82,5	916,2	249,9	0,0	91,6	30,7	69,1	350,1	684,4	391,6	0,0	622,8
Azioni/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
Investimenti di portafoglio: attività	4.653,8	1.371,3	68,2	139,3	995,5	97,8	70,6	82,5	42,0	241,9	132,4	1.493,5	630,2	26,8	633,3
Azioni	1.984,7	415,3	11,4	45,9	335,4	22,1	0,5	20,3	39,5	141,7	115,7	635,1	285,3	1,0	331,0
Strumenti di debito	2.669,2	956,0	56,8	93,4	660,1	75,6	70,1	62,3	2,5	100,2	16,6	858,4	344,9	25,9	302,4
Obbligazioni e note	2.231,5	781,0	52,7	78,2	505,6	75,0	69,4	58,6	2,2	63,5	12,9	713,3	303,1	24,8	272,0
Strumenti di mercato monetario	437,7	174,9	4,0	15,1	154,5	0,6	0,7	3,6	0,3	36,7	3,8	145,1	41,8	1,1	30,4
Altri investimenti	-250,4	-163,9	-155,4	-8,8	122,2	43,5	-165,5	-66,0	-45,3	-31,5	-54,9	-71,1	-91,2	-23,8	297,4
Attività	5.233,5	2.571,9	104,5	72,3	2.242,6	141,7	10,8	23,5	35,0	81,3	266,2	840,1	516,8	57,5	841,1
Amministrazioni pubbliche	107,1	21,6	0,8	0,1	10,3	1,2	9,2	0,0	1,8	0,2	0,1	3,1	1,4	38,3	40,7
IFM	3.381,6	1.916,2	86,7	52,1	1.663,5	113,0	0,8	15,0	15,3	45,0	157,5	411,6	353,5	18,7	448,8
Altri settori	1.744,8	634,1	16,9	20,1	568,8	27,5	0,9	8,5	17,9	36,1	108,6	425,4	162,0	0,5	351,6
Passività	5.483,9	2.735,8	259,8	81,0	2.120,5	98,1	176,4	89,5	80,3	112,8	321,1	911,2	608,1	81,3	543,7
Amministrazioni pubbliche	51,8	28,9	0,0	0,3	2,4	0,0	26,2	0,0	0,0	0,5	0,8	6,3	0,3	11,9	3,0
IFM	4.140,4	2.142,4	249,6	58,4	1.660,0	72,6	101,9	81,5	62,2	89,0	247,6	525,1	523,7	66,8	402,1
Altri settori	1.291,7	564,5	10,2	22,4	458,0	25,6	48,3	8,0	18,1	23,3	72,7	379,8	84,1	2,6	138,7
dal 2° trim. 2008 al 1° trim. 2009	Transazioni cumulate														
Investimenti diretti	205,6	86,5	-0,4	7,1	54,4	25,4	0,0	-7,4	3,1	-1,2	-34,7	91,9	18,2	0,0	49,4
All'estero	260,6	82,1	1,7	19,3	40,2	20,9	0,0	2,3	3,3	3,8	-20,2	98,1	35,5	0,0	55,7
Azioni/utili reinvestiti	146,2	33,7	0,9	7,9	11,7	13,1	0,0	4,4	4,1	3,5	-18,5	63,7	18,0	0,0	37,3
Debito	114,4	48,4	0,8	11,4	28,4	7,8	0,0	-2,1	-0,7	0,3	-1,7	34,3	17,5	0,0	18,5
Nell'area dell'euro	55,0	-4,5	2,1	12,2	-14,3	-4,5	0,0	9,7	0,3	5,0	14,6	6,2	17,3	0,0	6,3
Azioni/utili reinvestiti	69,1	-8,6	0,1	6,8	-17,5	2,0	0,0	7,8	0,2	2,8	7,7	23,2	22,8	0,0	13,1
Debito	-14,1	4,1	2,0	5,4	3,2	-6,5	0,0	1,9	0,0	2,2	6,9	-17,0	-5,5	0,0	-6,8
Investimenti di portafoglio: attività	-159,3	30,2	7,2	-3,1	24,4	-2,8	4,6	13,0	-1,3	-16,0	-0,4	-86,9	-77,4	2,7	-23,4
Azioni	-103,2	-16,6	0,9	-4,1	-12,8	-0,5	0,1	9,0	-1,1	-13,8	2,3	-37,4	-28,6	0,0	-17,0
Strumenti di debito	-56,1	46,8	6,3	1,0	37,2	-2,3	4,5	4,0	-0,2	-2,2	-2,6	-49,5	-48,8	2,7	-6,4
Obbligazioni e note	-5,8	61,8	3,4	4,2	54,5	-3,5	3,3	3,6	-0,1	-13,1	0,4	-20,2	-53,1	3,1	11,8
Strumenti di mercato monetario	-50,2	-15,0	3,0	-3,2	-17,3	1,2	1,3	0,5	-0,1	10,9	-3,1	-29,3	4,3	-0,3	-18,2
Altri investimenti	-101,6	-240,2	-12,6	-5,8	-265,0	59,3	-16,1	-5,1	-9,3	44,5	19,7	-123,2	118,6	12,2	81,0
Attività	-521,8	-325,7	-23,6	-13,6	-341,1	52,7	-0,1	1,4	-9,3	-17,5	-51,7	-134,5	8,1	-9,4	16,8
Amministrazioni pubbliche	4,7	4,5	-1,3	-0,2	6,1	-0,5	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	1,2	-1,2
IFM	-510,4	-294,6	-18,5	-11,4	-313,6	49,2	-0,4	0,2	-10,6	-8,0	-48,9	-94,9	-16,0	-10,5	-27,0
Altri settori	-16,1	-35,6	-3,8	-2,0	-33,6	3,9	-0,2	1,2	1,3	-9,5	-2,8	-39,7	24,1	0,0	45,0
Passività	-420,1	-85,5	-11,0	-7,7	-76,1	-6,6	16,0	6,5	-0,1	-62,0	-71,4	-11,4	-110,5	-21,6	-64,1
Amministrazioni pubbliche	7,9	2,8	0,0	-0,1	1,5	0,0	1,4	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	5,0	0,1
IFM	-397,1	-88,4	-11,1	-6,8	-73,8	-4,4	7,6	5,2	0,1	-59,7	-69,2	45,9	-121,4	-26,4	-83,2
Altri settori	-30,9	0,1	0,1	-0,9	-3,8	-2,3	7,0	1,3	-0,2	-2,2	-2,2	-57,3	10,8	-0,2	19,0

Fonte: BCE.

7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti ¹⁾

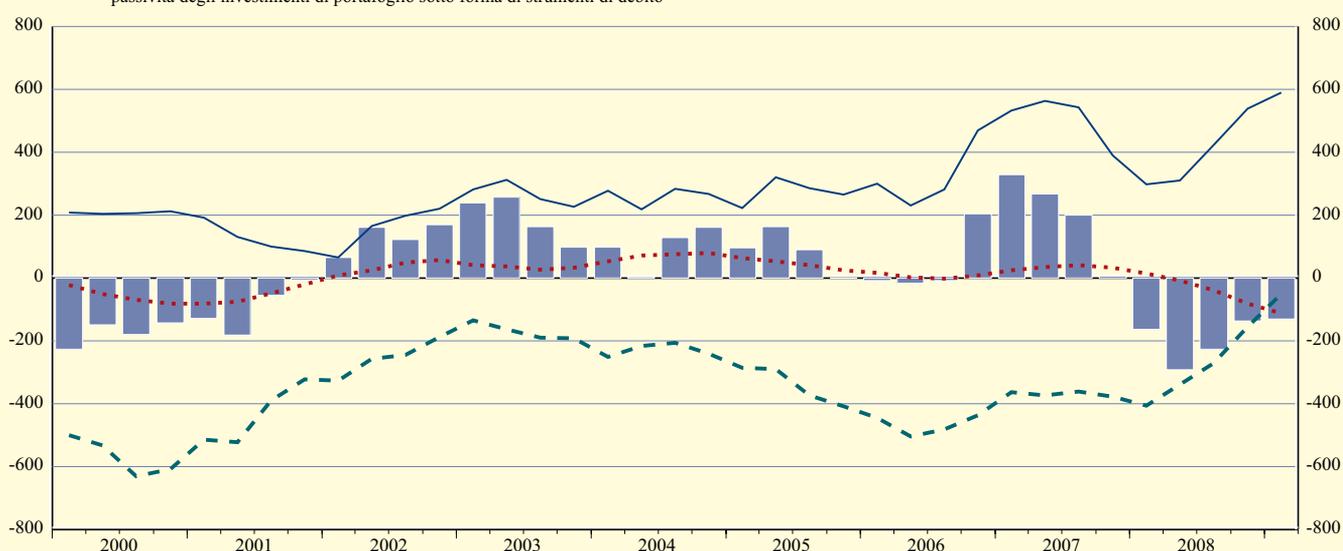
(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3											Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3
	Saldo di conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio			Altri investimenti		Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni	Totale delle colonne da 1 a 10	
		All'estero da residenti (istituzioni diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni ²⁾	Strumenti di debito ³⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2006	7,9	-390,3	264,2	-282,3	237,5	468,9	-225,0	225,8	3,6	-138,5	171,8	204,9
2007	32,4	-451,4	379,2	-182,4	81,9	389,8	-340,9	230,4	-67,3	-64,8	7,0	6,8
2008	-81,9	-334,8	103,6	35,2	-124,0	538,3	-61,2	73,3	-56,6	-213,8	-122,0	-136,0
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	-85,9
2° trim.	-25,8	-39,2	-9,4	-85,4	-33,9	151,6	0,7	-14,2	-8,8	-52,8	-117,3	-127,1
3° trim.	-19,5	-97,0	52,1	22,8	-69,6	170,1	-21,8	2,9	-8,5	-41,6	-10,2	1,9
4° trim.	-26,8	-42,3	-30,7	117,9	-39,4	143,5	28,8	41,3	-16,5	-95,6	80,2	75,0
2009 1° trim.	-40,8	-69,3	40,6	37,2	-7,8	123,6	2,9	-52,6	14,3	-107,0	-58,9	-81,2
2008 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	16,4
lug.	-2,5	-38,0	22,9	7,1	-8,2	30,2	-1,7	14,1	-0,1	-44,4	-20,6	-11,8
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	21,6
ott.	-7,6	-8,0	-2,0	75,6	-58,0	92,0	-17,3	41,2	-3,2	-67,4	45,2	42,5
nov.	-14,2	-28,3	-21,0	12,9	3,0	60,7	3,0	19,2	-9,6	0,8	26,5	11,6
dic.	-4,9	-6,0	-7,7	29,4	15,7	-9,3	43,1	-19,0	-3,7	-29,0	8,5	20,9
2009 gen.	-28,3	-19,2	15,3	-13,9	-50,4	54,9	-6,7	-44,1	7,2	-17,2	-102,3	-121,0
feb.	-6,5	-19,4	12,4	32,8	-0,2	57,5	12,3	-17,1	2,9	-28,0	46,7	44,7
mar.	-6,1	-30,7	13,0	18,4	42,7	11,2	-2,7	8,6	4,2	-61,9	-3,3	-4,9
apr.	-7,4	-51,0	54,6	-5,5	-29,1	27,6	13,3	22,2	7,7	9,9	42,3	32,8
mag.	-12,7	-11,9	17,9	-16,8	19,5	50,2	89,0	-110,1	10,3	-12,0	23,4	34,5
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2009 mag.	-106,0	-295,9	135,0	136,6	-114,4	576,1	114,9	-96,8	12,1	-260,9	100,5	79,4

F35 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)

- attività nette sull'estero delle IFM
- - - saldo di conto corrente e conto capitale
- - - investimenti azionari diretti e di portafoglio all'estero effettuati da settori diversi dalle IFM
- passività degli investimenti di portafoglio sotto forma di strumenti di debito ³⁾



Fonte: BCE.

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

7.5 Commercio di beni

1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica ¹⁾ (dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Manufatti	Petrolio		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2007	11,0	8,4	1.508,0	739,5	326,3	401,3	1.282,7	1.491,2	914,0	234,4	323,1	1.019,8	227,5
2008	3,8	7,4	1.563,4	770,1	333,9	409,8	1.307,9	1.592,9	1.011,4	228,7	327,5	1.021,9	288,1
2008 2° trim.	8,5	11,1	398,8	197,7	84,4	104,9	331,9	406,1	258,9	56,2	82,2	258,4	75,9
3° trim.	5,6	12,6	399,5	199,0	84,2	102,8	331,4	411,5	269,6	58,3	82,4	258,5	85,5
4° trim.	-4,9	-2,3	366,6	176,4	81,0	95,2	305,7	372,4	229,3	55,8	80,4	241,4	55,2
2009 1° trim.	-21,3	-20,8	310,7	148,3	65,4	85,3	260,0	320,1	181,6	49,3	77,4	215,0	35,5
2008 dic.	-3,7	-5,7	117,1	55,1	27,0	30,6	98,5	117,4	69,9	18,2	26,4	77,9	14,6
2009 gen.	-24,9	-22,6	103,5	48,6	21,1	28,7	85,8	108,1	62,4	16,1	26,0	72,9	11,8
feb.	-23,6	-21,6	103,0	49,4	22,3	28,2	85,7	106,3	60,0	16,5	25,6	70,4	11,2
mar.	-15,4	-18,2	104,2	50,3	22,0	28,4	88,4	105,7	59,2	16,7	25,8	71,7	12,5
apr.	-26,4	-27,2	103,5	50,6	21,2	28,0	86,8	102,8	57,2	16,1	25,2	68,4	12,9
mag.	-23,9	-27,5	100,7	.	.	.	84,2	99,9	.	.	.	66,7	.
Indici di volume (non dest.; 2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2007	8,6	6,8	144,4	141,3	153,1	144,5	142,1	129,1	123,1	143,3	141,5	134,8	107,7
2008	1,6	-0,4	146,5	141,9	156,2	146,1	143,5	127,9	121,3	141,1	140,8	133,5	106,4
2008 2° trim.	7,1	2,3	150,4	146,8	159,3	150,1	147,2	130,8	123,4	141,5	144,6	138,0	102,4
3° trim.	2,7	1,3	148,4	144,5	157,9	145,8	145,0	126,8	121,0	146,1	141,3	134,5	106,6
4° trim.	-7,5	-5,5	136,3	128,7	149,5	135,7	131,8	121,4	114,7	133,4	134,5	122,3	106,7
2009 1° trim.	-21,3	-14,8	117,6	111,6	119,9	123,3	112,4	113,3	105,0	117,2	128,5	110,3	99,1
2008 dic.	-5,9	-4,5	130,7	121,5	148,0	130,8	126,7	118,7	112,1	126,2	131,9	117,4	109,8
2009 gen.	-24,9	-16,8	117,8	109,3	116,1	126,2	111,6	115,0	108,4	115,8	129,1	112,1	102,1
feb.	-23,7	-15,7	116,4	110,9	122,8	120,9	110,6	112,9	104,0	118,0	127,6	108,5	94,5
mar.	-15,4	-11,7	118,7	114,6	120,8	122,9	115,1	111,9	102,4	117,9	128,8	110,2	100,9
apr.	-25,4	-20,4	119,1	115,7	118,0	122,8	114,3	110,7	100,1	115,7	129,9	107,7	99,3
mag.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

	Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) ³⁾							Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.)						
	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Manufatti	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Manufatti		
		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Beni energetici			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Beni energetici			
in perc. del totale	100,0	100,0	32,2	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	101,8	0,4	2,7	-0,5	0,9	1,8	0,4	105,9	0,1	2,3	-3,5	0,5	1,6	-0,3
2008	103,5	1,6	1,5	-0,4	2,4	25,2	1,5	112,7	6,5	0,2	-3,4	2,4	28,2	0,8
2008 4° trim.	102,7	0,7	2,6	1,3	2,7	-16,0	0,6	106,9	-1,7	0,9	-1,5	3,8	-8,5	0,1
2009 1° trim.	101,2	-1,3	-1,1	1,3	1,4	-32,3	-1,4	101,4	-8,4	-4,1	-0,3	2,7	-28,0	-2,4
2° trim.	100,9	-2,8	-3,9	1,5	0,9	-36,8	-2,8	.	.	.	.	.	.	.
2009 gen.	101,3	-0,9	-0,2	1,2	1,3	-30,1	-1,0	101,5	-7,7	-2,9	-1,0	2,6	-26,2	-2,1
feb.	101,4	-1,2	-1,3	1,4	1,5	-31,3	-1,3	101,6	-8,4	-4,3	-0,1	2,8	-27,9	-2,4
mar.	100,9	-1,8	-2,0	1,5	1,3	-35,1	-1,9	101,1	-9,2	-5,0	0,3	2,7	-29,9	-2,8
apr.	100,8	-2,1	-2,9	1,8	1,2	-36,1	-2,1	100,5	-10,8	-5,4	0,5	2,3	-33,8	-3,2
mag.	100,9	-2,9	-4,0	1,5	1,0	-37,8	-2,8	101,1	-13,1	-6,8	0,1	1,3	-37,2	-4,6
giu.	100,9	-3,5	-4,9	1,3	0,5	-36,4	-3,4	.	.	.	.	.	.	.

Fonte: Eurostat.

- 1) I raggruppamenti dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (*Broad Economic Categories* - BEC). A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e i beni di consumo comprendono i prodotti agricoli ed energetici.
- 2) I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione delle "principali categorie di prodotti industriali". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni ed esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poichè questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonché anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- 3) I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non-nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

7.5 Commercio di beni

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

3. Scomposizione per area geografica

	Totale	Unione Europea 27 (paesi esterni all'area dell'euro)				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia		Africa	America Latina	Altri paesi	
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Esportazioni (f.o.b.)															
2007	1.508,0	34,2	55,7	230,9	216,3	67,9	82,3	41,5	195,9	296,1	60,6	34,3	87,6	61,7	137,9
2008	1.563,4	35,0	54,2	221,7	231,5	78,5	86,3	42,8	186,9	308,3	65,7	33,7	100,7	68,3	149,3
2007 4° trim.	384,4	8,6	13,8	58,3	56,1	17,9	20,8	10,8	47,5	76,2	15,9	8,1	22,4	15,7	36,3
2008 1° trim.	398,5	8,9	14,0	57,3	59,1	19,7	21,3	12,3	49,6	79,2	17,2	8,8	24,2	16,2	36,7
2° trim.	398,8	9,1	14,5	58,3	59,9	20,3	22,1	11,3	47,4	77,9	16,8	8,5	25,0	16,7	36,4
3° trim.	399,5	9,0	14,1	56,5	60,3	20,8	21,8	10,8	46,3	76,7	16,0	8,3	26,7	17,9	38,5
4° trim.	366,6	8,0	11,6	49,6	52,3	17,7	21,1	8,4	43,6	74,5	15,7	8,1	24,8	17,5	37,6
2009 1° trim.	310,7	7,3	10,0	42,3	43,9	12,6	19,8	7,7	39,5	65,4	15,4	7,0	23,4	12,7	25,9
2008 dic.	117,1	2,6	3,4	15,3	15,5	5,6	6,9	2,6	14,0	24,6	4,9	2,7	8,1	6,0	12,7
2009 gen.	103,5	2,7	3,3	14,2	14,9	4,2	6,7	2,5	12,9	20,6	4,7	2,4	7,7	4,2	9,6
feb.	103,0	2,3	3,4	13,9	14,2	4,3	6,7	2,5	12,8	22,2	5,1	2,4	7,9	4,3	8,5
mar.	104,2	2,4	3,4	14,2	14,8	4,1	6,5	2,7	13,8	22,6	5,6	2,2	7,7	4,2	7,9
apr.	103,5	2,3	3,2	14,2	14,6	4,2	6,4	2,7	12,6	23,2	5,6	2,3	7,7	4,2	8,3
mag.	100,7	.	.	.	.	3,8	6,3	2,8	12,4	23,3	5,6	2,2	7,5	4,1	.
<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	19,7	4,2	2,2	6,4	4,4	9,6
Importazioni (c.i.f.)															
2007	1.491,2	28,8	52,2	169,6	169,6	102,2	67,2	32,4	131,4	455,6	172,6	59,1	113,4	75,2	93,6
2008	1.592,9	30,2	52,4	165,3	185,6	117,8	69,6	32,3	136,8	477,8	184,3	56,5	139,6	81,0	104,4
2007 4° trim.	385,0	7,1	13,3	42,7	44,1	28,6	16,6	8,3	32,4	114,8	43,5	14,8	31,0	20,2	25,9
2008 1° trim.	402,9	7,3	13,7	43,7	46,4	29,5	16,8	8,5	34,6	121,1	44,8	14,9	34,4	20,1	26,6
2° trim.	406,1	7,8	13,7	42,5	47,4	30,6	17,5	8,5	33,7	120,0	45,4	14,7	36,9	20,0	27,4
3° trim.	411,5	7,9	13,4	42,2	48,0	33,4	17,8	8,2	34,9	123,3	47,6	13,9	37,7	21,2	23,4
4° trim.	372,4	7,2	11,5	36,9	43,7	24,2	17,4	7,1	33,6	113,3	46,5	13,0	30,6	19,7	27,0
2009 1° trim.	320,1	6,9	9,4	31,4	39,2	17,4	16,7	6,6	33,0	98,7	42,3	11,6	23,6	14,9	22,4
2008 dic.	117,4	2,4	3,5	11,1	13,1	7,0	5,7	2,1	11,5	36,0	15,1	4,2	9,7	6,3	8,9
2009 gen.	108,1	2,3	3,1	10,8	12,9	6,2	5,6	2,1	10,3	34,1	14,6	4,0	8,0	4,9	7,9
feb.	106,3	2,2	3,1	10,3	12,8	5,2	5,6	2,2	10,9	32,1	13,7	3,8	8,2	4,9	8,6
mar.	105,7	2,3	3,1	10,3	13,5	6,0	5,5	2,3	11,8	32,5	13,9	3,8	7,4	5,1	5,9
apr.	102,8	2,1	2,9	10,0	13,0	5,7	5,5	2,0	9,3	31,6	13,9	3,6	7,9	4,8	8,0
mag.	99,9	.	.	.	.	5,8	5,4	2,1	9,9	30,4	13,2	3,5	7,2	4,6	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2008	100,0	1,9	3,3	10,4	11,6	7,4	4,4	2,0	8,6	30,0	11,6	3,5	8,8	5,1	6,6
Saldo															
2007	16,8	5,5	3,5	61,3	46,7	-34,3	15,1	9,0	64,5	-159,6	-112,0	-24,8	-25,8	-13,4	44,3
2008	-29,5	4,7	1,8	56,4	45,9	-39,3	16,6	10,5	50,1	-169,5	-118,6	-22,8	-38,9	-12,7	44,8
2007 4° trim.	-0,6	1,6	0,5	15,7	12,0	-10,8	4,2	2,6	15,0	-38,6	-27,6	-6,7	-8,6	-4,6	10,4
2008 1° trim.	-4,4	1,5	0,3	13,6	12,6	-9,8	4,5	3,8	15,1	-42,0	-27,6	-6,1	-10,2	-3,9	10,1
2° trim.	-7,3	1,3	0,8	15,8	12,4	-10,3	4,6	2,8	13,7	-42,1	-28,6	-6,2	-11,9	-3,3	9,0
3° trim.	-12,0	1,1	0,7	14,3	12,3	-12,6	3,9	2,6	11,4	-46,6	-31,6	-5,6	-11,0	-3,3	15,1
4° trim.	-5,9	0,8	0,1	12,7	8,5	-6,6	3,6	1,3	9,9	-38,9	-30,7	-4,8	-5,8	-2,2	10,7
2009 1° trim.	-9,5	0,5	0,7	10,9	4,8	-4,8	3,2	1,1	6,4	-33,3	-26,9	-4,6	-0,3	-2,1	3,6
2008 dic.	-0,3	0,2	-0,1	4,2	2,4	-1,4	1,2	0,4	2,5	-11,4	-10,1	-1,5	-1,6	-0,3	3,7
2009 gen.	-4,7	0,4	0,2	3,4	2,0	-2,0	1,1	0,3	2,6	-13,5	-10,0	-1,6	-0,3	-0,7	1,7
feb.	-3,3	0,0	0,2	3,6	1,5	-0,9	1,1	0,3	1,9	-9,9	-8,6	-1,4	-0,3	-0,6	-0,1
mar.	-1,5	0,0	0,3	3,8	1,3	-1,8	1,0	0,4	1,9	-9,9	-8,3	-1,6	0,3	-0,8	2,0
apr.	0,7	0,2	0,3	4,2	1,6	-1,5	0,9	0,7	3,3	-8,4	-8,3	-1,2	-0,2	-0,6	0,3
mag.	0,8	.	.	.	.	-1,9	0,9	0,7	2,5	-7,1	-7,6	-1,3	0,3	-0,5	.

Fonte: Eurostat.

8

TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-21						TCE-41	
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	103,7	105,0	103,9	102,3	101,4	100,9	110,1	103,8
2007	107,9	109,0	107,8	106,4	104,5	104,4	114,3	107,1
2008	113,0	113,6	110,9	111,5	111,0	109,9	120,0	111,1
2008 2° trim.	116,0	116,7	114,1	113,2	113,6	112,1	122,9	114,1
3° trim.	114,1	114,3	111,2	111,3	112,7	109,9	120,8	111,6
4° trim.	109,1	109,6	106,2	106,3	107,4	105,5	116,7	107,7
2009 1° trim.	111,9	112,2	107,6	108,5	114,0	109,3	120,1	110,4
2° trim.	113,2	113,4	108,3	.	.	.	121,1	111,2
2008 lug.	116,2	116,7	113,5	-	-	-	123,2	114,1
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	108,2	105,3	-	-	-	115,4	106,4
nov.	107,1	107,5	104,3	-	-	-	114,5	105,6
dic.	112,4	112,9	109,1	-	-	-	120,3	111,0
2009 gen.	111,9	112,3	107,9	-	-	-	119,9	110,4
feb.	110,4	110,7	106,1	-	-	-	118,6	109,1
mar.	113,3	113,5	108,6	-	-	-	121,6	111,7
apr.	112,5	112,8	107,8	-	-	-	120,5	110,7
mag.	113,0	113,2	108,3	-	-	-	120,9	110,9
giu.	114,0	114,2	108,7	-	-	-	122,0	111,9
lug.	113,8	114,0	108,3	-	-	-	121,9	111,8
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2009 lug.	-0,2	-0,2	-0,4	-	-	-	-0,1	-0,2
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2009 lug.	-2,1	-2,4	-4,5	-	-	-	-1,1	-2,0

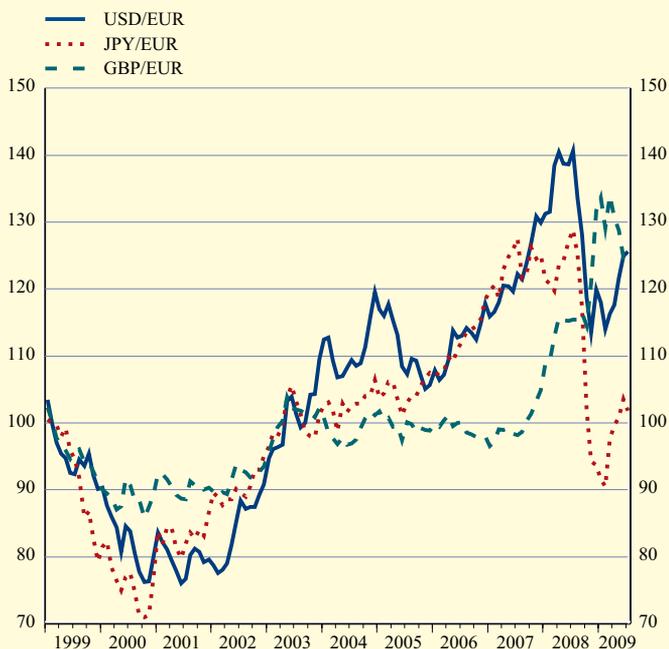
F36 Tassi di cambio effettivi

(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 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
2° trim.	7,4471	10,7806	0,87883	1,3632	132,59	1,5138	1.747,10	10,5657	2,0050	1,5883	8,8431	1,7917
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
mag.	7,4468	10,5820	0,88445	1,3650	131,85	1,5118	1.710,18	10,5807	1,9939	1,5712	8,7943	1,7831
giu.	7,4457	10,8713	0,85670	1,4016	135,39	1,5148	1.768,80	10,8638	2,0357	1,5761	8,9388	1,7463
lug.	7,4458	10,8262	0,86092	1,4088	133,09	1,5202	1.778,43	10,9182	2,0421	1,5824	8,9494	1,7504
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2009 lug.	0,0	-0,4	0,5	0,5	-1,7	0,4	0,5	0,5	0,3	0,4	0,1	0,2
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2009 lug.	-0,2	14,5	8,6	-10,7	-21,0	-6,1	10,8	-11,2	-4,7	-0,9	11,2	6,8
	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 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		
2° trim.	26,679	15,6466	0,7065	3,4528	285,71	4,4523	1,9558	4,1963	7,3528	2,1410		
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		
mag.	26,731	15,6466	0,7092	3,4528	281,93	4,4103	1,9558	4,1700	7,3515	2,1251		
giu.	26,545	15,6466	0,7015	3,4528	280,46	4,5084	1,9558	4,2131	7,2954	2,1675		
lug.	25,793	15,6466	0,7006	3,4528	272,06	4,2965	1,9558	4,2184	7,3307	2,1378		
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2009 lug.	-2,8	0,0	-0,1	0,0	-3,0	-4,7	0,0	0,1	0,5	-1,4		
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2009 lug.	9,6	0,0	-0,4	0,0	17,4	31,8	0,0	18,0	1,4	11,8		
	Real brasiliano ¹⁾	Yuan renminbi cinese	Corona islandese ²⁾	Rupia indiana ³⁾	Rupia indonesiana	Ringgit malese	Peso messicano ¹⁾	Dollaro neozelandese	Peso filippino	Rublo russo	Rand sudafricano	Bath thailandese
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2006	2,7333	10,0096	87,76	56,844	11.512,37	4,6044	13,6936	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594
2007	2,6594	10,4178	87,63	56,419	12.528,33	4,7076	14,9743	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214
2008	2,6737	10,2236	143,83	63,614	14.165,16	4,8893	16,2911	2,0770	65,172	36,4207	12,0590	48,475
2008 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
2° trim.	2,8245	9,3107	-	66,398	14.334,53	4,8340	18,1648	2,2565	65,097	43,7716	11,5242	47,294
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
mag.	2,8232	9,3157	-	66,176	14.137,45	4,8057	17,9969	2,2663	64,600	43,5678	11,4475	47,241
giu.	2,7391	9,5786	-	66,919	14.315,40	4,9305	18,6813	2,1967	67,036	43,5553	11,2718	47,844
lug.	2,7221	9,6246	-	68,233	14.241,51	4,9963	18,8143	2,1873	67,724	44,3881	11,2007	47,969
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2009 lug.	-0,6	0,5	-	2,0	-0,5	1,3	0,7	-0,4	1,0	1,9	-0,6	0,3
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2009 lug.	8,5	-10,7	-	1,1	-1,4	-2,5	16,8	4,7	-4,2	20,5	-6,9	-9,2

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 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
2° trim.	3,1	1,0	1,1	0,2	4,4	4,9	3,6	4,3	6,1	1,7	2,1
2009 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
apr.	3,8	1,3	1,1	0,9	5,9	5,9	3,2	4,3	6,5	1,8	2,3
mag.	3,0	0,9	1,1	0,3	4,4	4,9	3,8	4,2	5,9	1,7	2,2
giu.	2,6	0,8	0,9	-0,5	3,1	3,9	3,7	4,2	5,9	1,6	1,8
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL											
2006	3,0	-2,6	5,2	2,9	-0,5	-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											
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
mar.	7,73	5,16	3,44	-	11,32	14,50	11,65	6,22	9,38	2,94	3,00
apr.	7,24	5,25	3,50	-	11,15	14,50	10,63	6,19	9,77	3,18	3,16
mag.	7,08	5,06	3,62	-	11,09	14,50	10,01	6,31	8,32	3,57	3,41
giu.	7,30	5,45	3,76	-	12,75	14,50	10,15	6,34	11,26	3,62	3,53
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo											
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	7,11	12,08	7,11	-	4,30	14,49	1,16	1,83
apr.	6,05	2,50	2,94	6,51	12,43	6,94	9,56	4,20	13,61	1,00	1,53
mag.	5,98	2,30	2,67	6,27	13,41	6,81	11,30	4,52	11,23	0,95	1,36
giu.	5,94	2,17	2,35	6,20	21,25	8,14	-	4,60	10,22	0,97	1,24
PIL a prezzi costanti											
2007	6,2	6,1	1,6	6,3	10,0	8,9	1,2	6,8	6,2	2,6	2,6
2008	6,0	3,0	-1,2	-3,6	-4,6	3,0	0,6	4,9	7,1	-0,2	0,7
2008 4° trim.	3,5	-0,1	-3,7	-9,7	-10,7	-1,3	-2,2	2,6	2,9	-5,1	-1,8
2009 1° trim.	-3,5	-3,4	-4,3	-15,1	-18,6	-11,6	-5,4	1,9	-6,2	-6,3	-4,9
2° trim.	.	.	.	.	.	-22,6	.	.	.	-6,3	-5,6
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	-2,5
2008	-24,5	-2,2	2,3	-7,7	-11,2	-9,7	-7,6	-4,4	-11,8	7,6	-1,5
2008 3° trim.	-14,2	-3,0	4,3	-6,5	-11,0	-8,4	-9,5	-4,2	-10,9	9,1	-2,1
4° trim.	-28,7	-5,2	2,6	-3,4	-7,0	-2,9	-10,0	-4,9	-8,3	5,5	-2,0
2009 1° trim.	-15,3	4,6	-0,1	1,2	4,1	4,6	1,1	3,2	-3,4	7,3	-2,4
Costo del lavoro per unità di prodotto											
2007	14,2	2,9	4,2	19,7	27,3	10,3	5,2	2,6	.	4,7	3,0
2008	16,2	6,1	7,1	16,7	23,0	10,6	.	6,5	.	2,6	2,3
2008 3° trim.	13,0	4,1	7,9	19,6	24,5	12,0	-	4,8	-	2,0	1,7
4° trim.	17,5	7,9	9,1	13,8	18,5	9,3	-	12,2	-	6,0	1,6
2009 1° trim.	16,1	4,4	7,2	9,9	3,6	10,0	-	3,9	-	8,2	3,1
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)											
2007	6,9	5,3	3,8	4,6	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	6,1	5,3
2008	5,6	4,4	3,4	5,6	7,5	5,9	7,8	7,2	5,8	6,2	5,6
2008 4° trim.	5,2	4,5	3,8	7,7	10,3	8,1	8,1	6,9	5,9	6,9	6,3
2009 1° trim.	6,0	5,5	4,8	11,0	13,2	11,1	9,3	7,7	6,2	7,6	7,0
2° trim.	6,6	6,1	5,9	15,6	16,3	14,5	10,2	8,2	.	8,7	.
2009 feb.	6,0	5,5	4,7	11,0	13,1	11,2	9,3	7,8	6,2	7,6	7,1
mar.	6,4	5,8	5,2	12,3	14,1	12,1	9,7	8,0	6,2	8,0	7,2
apr.	6,5	6,0	5,7	14,0	15,3	13,1	10,0	8,1	.	8,4	7,5
mag.	6,6	6,1	5,9	15,7	16,4	14,5	10,2	8,2	.	8,8	.
giu.	6,8	6,3	6,2	17,0	17,2	15,8	10,3	8,2	.	9,0	.

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

9.2 Stati Uniti e Giappone

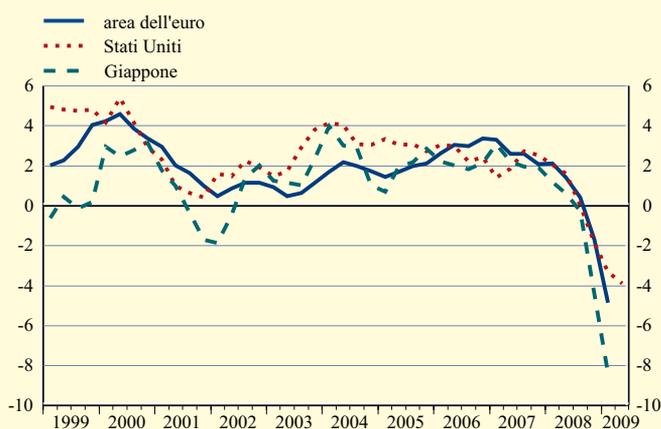
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾ (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio ²⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ³⁾	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero (dati di fine periodo)	Tasso di cambio ⁴⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo ⁵⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2005	3,4	2,2	3,1	4,2	5,1	4,2	3,57	4,84	1,2441	-3,3	49,1
2006	3,2	2,8	2,7	2,7	4,6	5,0	5,20	5,41	1,2556	-2,2	48,5
2007	2,9	2,7	2,1	1,6	4,6	5,8	5,30	5,35	1,3705	-2,9	49,3
2008	3,8	0,9	0,4	-3,1	5,8	6,9	2,93	4,39	1,4708	-5,9	56,8
2008 2° trim.	4,4	0,2	1,6	-0,9	5,4	6,5	2,75	4,66	1,5622	-5,7	49,6
3° trim.	5,3	1,7	0,0	-3,9	6,1	6,1	2,91	4,69	1,5050	-5,9	52,8
4° trim.	1,6	1,6	-1,9	-8,7	6,9	8,3	2,77	3,71	1,3180	-8,0	56,8
2009 1° trim.	0,0	2,2	-3,3	-14,0	8,1	9,5	1,24	3,03	1,3029	.	.
2° trim.	-1,2	.	-3,9	-15,0	9,3	8,7	0,84	3,63	1,3632	.	.
2009 mar.	-0,4	-	-	-14,7	8,5	9,3	1,27	3,15	1,3050	-	-
apr.	-0,7	-	-	-14,4	8,9	8,3	1,11	3,17	1,3190	-	-
mag.	-1,3	-	-	-15,3	9,4	8,8	0,82	3,54	1,3650	-	-
giu.	-1,4	-	-	-15,4	9,5	9,0	0,62	4,17	1,4016	-	-
lug.	.	-	-	.	.	.	0,52	3,92	1,4088	-	-
Giappone											
2005	-0,3	-2,1	1,9	1,4	4,4	1,8	0,06	1,49	136,85	-6,7	163,2
2006	0,2	-0,5	2,0	4,5	4,1	1,0	0,30	1,98	146,02	-1,6	160,0
2007	0,1	-1,1	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,89	161,25	-2,5	156,1
2008	1,4	1,7	-0,7	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,67	152,45	.	.
2008 2° trim.	1,4	0,6	0,6	0,8	4,0	2,0	0,92	1,85	163,35	.	.
3° trim.	2,2	1,3	-0,3	-1,4	4,0	2,2	0,90	1,75	161,83	.	.
4° trim.	1,0	4,4	-4,4	-14,6	4,0	1,8	0,96	1,46	126,71	.	.
2009 1° trim.	-0,1	.	-8,4	-34,6	4,5	2,1	0,67	1,24	122,04	.	.
2° trim.	-1,0	.	.	-27,9	.	2,6	0,53	1,41	132,59	.	.
2009 mar.	-0,3	-	-	-34,2	4,8	2,2	0,62	1,26	127,65	-	-
apr.	-0,1	-	-	-30,7	5,0	2,7	0,57	1,41	130,25	-	-
mag.	-1,1	-	-	-29,6	5,2	2,7	0,53	1,38	131,85	-	-
giu.	-1,8	-	-	-23,4	.	2,5	0,49	1,43	135,39	-	-
lug.	.	-	-	.	.	.	0,43	1,39	133,09	-	-

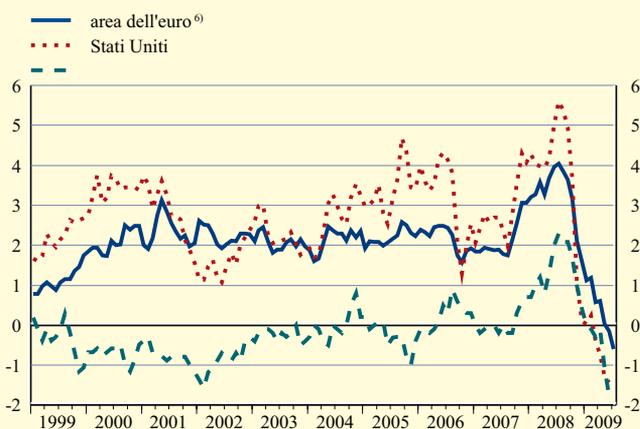
F38 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F39 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



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

- 1) Per gli Stati Uniti, dati destagionalizzati.
- 2) Valori medi; M3 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.
- 3) Percentuali in ragione d'anno. Per ulteriori informazioni sul tasso sui depositi interbancari a 3 mesi cfr. la sezione 4.6.
- 4) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.2.
- 5) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).
- 6) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti ad altri intermediari finanziari e alle società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S15
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	S16
F8	Prestiti a non residenti nell'area dell'euro	S16
F9	Depositi totali per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F10	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F11	Depositi totali per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F12	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F13	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F14	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F15	Attività totali dei fondi di investimento	S24
F16	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F17	Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati	S37
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F19	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F20	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F21	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F22	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F23	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F24	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F25	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F26	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F27	Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	S45
F28	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F29	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S59
F30	Debito (definizione di Maastricht)	S59
F31	Saldi di conto corrente	S60
F32	Conto dei beni	S60
F33	Conto dei servizi	S61
F34	Investimenti diretti e di portafoglio	S61
F35	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	S69
F36	Tassi di cambio effettivi	S72
F37	Tassi di cambio bilaterali	S72
F38	PIL a prezzi costanti	S75
F39	Indici dei prezzi al consumo	S75

NOTE TECNICHE

RELATIVE ALLA TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

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

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

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

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

RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

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

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

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

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

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

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

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

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

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

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

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

La base dell'indice (delle serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2001. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione *Money, banking and financial markets* della sezione statistica.

Il tasso di crescita sui dodici mesi a_t – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(f) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(g) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2006.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della

formula (g). Ad esempio il tasso di crescita sul mese precedente a_t^M può essere calcolato come:

$$(h) a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ dove a_t è definito come nelle precedenti punti (f) o (g).

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo F_t^Q e L_{t-3} come in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese t è definito come:

$$(i) I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese t , cioè a_t , può essere calcolato utilizzando la formula (g).

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO ¹⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA²⁾. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati)

vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

RELATIVE ALLE SEZIONI DA 3.1 A 3.5

UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella tavola 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per ciò che attiene alle transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Analogamente questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle tavole 3.1 e 3.2 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

2) Per dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual Version 0.2.2*, (December 1998), Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.

3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ad es. dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

Il margine operativo lordo e reddito misto è definito solo per i settori residenti e viene calcolato come valore aggiunto lordo (prodotto interno lordo a prezzi di mercato per l'area dell'euro) meno redditi da lavoro dipendente (impieghi) meno altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (impieghi) meno consumo di capitale fisso (impieghi).

Il reddito nazionale netto è definito solo per i settori residenti. È calcolato come somma di margine operativo lordo e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale (risorse meno impieghi).

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito solo per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'accreditamento netto/indebitamento netto viene calcolato a partire dal conto capitale come risparmio netto più trasferimenti netti in conto capitale (risorse meno impieghi) meno i investimenti fissi lordi meno le acquisizioni al netto delle cessioni di attività non finanziarie non prodotte (impieghi) più il consumo di capitale fisso (risorse). Esso può risultare anche dal conto finanziario come saldo fra totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle passività (noto anche come variazione della ricchezza finanziaria netta dovuta a transazioni). Per i settori delle famiglie e delle società non finanziarie esiste una discrepanza statistica fra

tali saldi calcolati a partire rispettivamente dal conto capitale e dal conto finanziario.

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella ricchezza netta dovute a risparmi e a trasferimenti di capitale più altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta. Tale saldo attualmente esclude le altre variazioni nelle attività non finanziarie a causa della indisponibilità di dati.

La ricchezza finanziaria netta è calcolata come totale delle attività finanziarie meno totale delle passività, laddove le variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono pari alla somma delle variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazione (accreditamento/indebitamento netto dal conto finanziario) e delle altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta.

Infine, le variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazioni sono calcolate come totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno totale delle transazioni nelle passività; le altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono calcolate come il totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle altre variazioni nella passività.

RELATIVE ALLE SEZIONI 4.3 E 4.4

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con N_t^M le transazioni (emissioni nette) nel mese t e con L_t il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese t , l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

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

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. Il tasso di crescita per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(k) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(l) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza è motivata dalla necessità di distinguere i diversi modi di ottenere le “emissioni nette” e le equivalenti “transazioni” utilizzate per gli aggregati monetari.

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

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

dove I_t è l'indice delle consistenze nozionali al mese t . Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

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

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono ri-classificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA 2). La destagionalizzazione è effettuata, per le emissioni totali di titoli, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

Similmente a quanto riportato nelle formule l) e m), il tasso di crescita per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(o) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(p) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S72). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industria-

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

li non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

**RELATIVE ALLA TAVOLA 2
DELLA SEZIONE 7.1**

**DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO
CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI**

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S72). I dati grezzi sui beni, sui servizi e sui redditi vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. La destagionalizzazione per queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del con-

to corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

RELATIVE ALLA SEZIONE 7.3

**CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA
PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI**

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre t si calcola sulla base delle posizioni (L_t) e delle transazioni trimestrali (F_t), utilizzando la seguente formula:

$$(q) \quad a_t = \left(\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo quadrimestre dell'anno.

NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu). Sul sito è possibile avere facilmente accesso ai dati mediante il *Data Warehouse* statistico della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato Comma Separated Value (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.europa.eu.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 5 agosto 2009.

Tutti i dati relativi al 2009 si riferiscono agli Euro 16 (ovvero all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia) per tutte le serie, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie e l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche si riferiscono all'area dell'euro nella sua composizione evolutiva. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole. In tali casi, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per l'anno di ingresso nell'area dell'euro di Grecia (2001), Slovenia (2007), Cipro (2008), Malta (2008) e Slovacchia (2009), calcolate su basi che coprono l'anno precedente quello di ingresso, utilizzano serie che tengono conto dell'impatto dell'entrata di tali paesi nell'area dell'euro. Dati storici relativi all'area dell'euro anteriori all'ingresso della Slovacchia sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo: <http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>.

Le serie statistiche che fanno riferimento alla composizione evolutiva dell'area dell'euro si

basano sulla quella che era la composizione dell'area nel periodo al quale le stesse si riferiscono. Pertanto, i dati antecedenti il 2001 si riferiscono agli Euro 11, ovvero, ai seguenti 11 stati membri dell'UE: Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. I dati dal 2001 al 2006, si riferiscono agli Euro 12, ovvero gli Euro 11 più la Grecia. I dati del 2007 si riferiscono agli Euro 13, ovvero gli Euro 12 più la Slovenia. I dati del 2008 si riferiscono agli Euro 15, ovvero gli Euro 13 più Cipro e Malta, mentre i dati a partire dal 2009 si riferiscono agli Euro 16, ovvero gli Euro 15 più la Slovacchia.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – originariamente espressi nelle monete nazionali dei paesi partecipanti e convertiti in ECU utilizzando i tassi di cambio correnti – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999 nelle sezioni dalla 2.1 alla 2.8 sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo "Altri Stati membri dell'UE" è costituito da: Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Svezia e Regno Unito.

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

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

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

PRINCIPALI INDICATORI

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

STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. I periodi di mantenimento della riserva iniziano il giorno di regolamento della prima operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione mensile in cui il Consiglio valuta la politica monetaria, per concludersi il giorno precedente la corrispondente data di regolamento del mese successivo. Le osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell’ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell’anno/trimestre.

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell’area dell’euro soggette all’obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali (BCN) partecipanti sono escluse dall’aggregato soggetto a riserva. Se una istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell’ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall’aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999, al 30 per cento nei mesi successivi.

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L’ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell’area dell’euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell’Eurosistema (ORP) (cfr. sezione 1.3).

La tavola 3 mostra la posizione di liquidità del sistema bancario, definita come il saldo dei conti correnti in euro detenuti dalle istituzioni creditizie situate nell’area dell’euro presso l’Eurosistema. Gli ammontari sono derivati dal bilancio consolidato dell’Eurosistema. Le altre operazioni di assorbimento della liquidità non includono l’emissione di certificati di debito da parte delle BCN iniziata nella Seconda fase dell’UEM (colonna 7). Gli altri fattori netti (colonna 10) rappresentano il saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell’Eurosistema. I conti correnti delle istituzioni creditizie (colonna 11) sono pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (colonne da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (colonne da 6 a 10). La base monetaria (colonna 12) è calcolata come somma dei depositi *overnight* presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote

e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

MONETA, BANCHE E FONDI D'INVESTIMENTO

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle istituzioni monetarie e finanziarie (IFM), ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione comunitaria, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). Un elenco completo delle IFM viene pubblicato sul sito Internet della BCE.

La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro di i) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro e di ii) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli

aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 comprendono transazioni corrette per tenere conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione non derivante da transazioni. La sezione 2.7 presenta alcuni tipi di rivalutazioni utilizzati nella derivazione delle transazioni. Le tavole da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni. La sezione 2.8 presenta una scomposizione trimestrale per valuta di alcune voci del bilancio delle IFM.

I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nell'appendice: *Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, novembre 1999). Nel documento: *Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics* (BCE, novembre 2002) sono illustrate le procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche vengono raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE concernente il bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie¹⁾ (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10²⁾.

In accordo con tale Regolamento, la voce del bilancio "titoli del mercato monetario" è stata fusa con la voce "obbligazioni" per le attività e per le passività del bilancio delle IFM.

1) G.U. L. 356 del 30.12.1998, pag. 7.

2) G.U. L. 250 del 2.10.2003, pag. 19.

La sezione 2.9 riporta le consistenze in essere a fine trimestre relative al bilancio dei fondi di investimento dell'eurosistema (esclusi i fondi comuni monetari). Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le passività le quote/partecipazioni detenute dai fondi di investimento in altri fondi di investimento. Le attività/passività totali sono disaggregate per strategia d'investimento (fondi azionari, fondi obbligazionari, fondi misti, fondi immobiliari e altri fondi) e per tipo di investitore (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 riporta il bilancio aggregato per ciascun settore di fondo per politica d'investimento e tipo di investitore.

CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni non a fini di lucro a servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non stagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema Europeo dei Conti 1995 (SEC 95).

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi, che dà conto di come l'attività produttiva si trasforma in varie categorie di reddito; 2) l'allocazione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi nell'acquisizione di attività non finanziarie (il

saldo del conto capitale è l'accreditamento netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal momento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accreditamento netto / indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ciascun singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività).

La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i cosiddetti conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1 a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere 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 Svensson³). Sono disponibili anche gli *spreads* tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono disponibili all'indirizzo internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>, presso il quale è altresì possibile scaricare i dati giornalieri.

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

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

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sul costo orario del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture sono 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 termine⁴). A partire da gennaio 2009, per la produzione di statistiche di breve termine è stata utilizzata la classificazione delle attività economiche (NACE Rev. 2) prevista dal Regolamento (CE) n. 1893/2006 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 dicembre 2006, che definisce la classificazione statistica delle attività economiche NACE Revisione 2 e modifica il Regolamento (CEE) n. 3037/90 del Consiglio nonché alcuni regolamenti (CE) relativi a settori statistici specifici⁵). La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE Rev. 2 sezioni da B a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 656/2007 del 14 giugno 2007⁶). I prezzi alla produzione riflettono i prezzi ex-fabbrica e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I due indici dei prezzi delle materie prime non energetiche presentati nella tavola 3, sezione 5.1 sono redatti utilizzando lo stesso insieme di materie prime, ma avvalendosi di due diversi schemi di ponderazione: uno basato sulle rispettive importazioni di materie prime dell'area dell'euro (colonne 2-4) e l'altro (colonne 5-7) basato su una stima della domanda interna dell'area dell'euro, o "utilizzo", tenendo conto delle informazioni sulle importazioni, esportazioni e della produzione interna di ciascuna materia prima (ignorando, per semplificare, le scorte ritenute relativamente stabili nel periodo osservato). L'indice dei prezzi delle materie prime

3) Svensson, L. E., 1994, *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper n. 1051.

4) G.U. L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.

5) G.U. L. 393 del 30.12.2006, pag. 1.

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

ponderato in base alle importazioni è adeguato all'analisi degli sviluppi esterni, mentre quello ponderato in base all'utilizzo è adatto allo scopo specifico dell'analisi delle pressioni internazionali dei prezzi delle materie prime sull'inflazione dell'area dell'euro. Gli indici delle materie prime ponderati in base all'utilizzo rappresentano dati sperimentali. Per maggiori dettagli sulla compilazione degli indici dei prezzi delle materie prime della BCE, cfr. il riquadro 10 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 5 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 2003 concernente l'indice del costo del lavoro⁷⁾ e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003⁸⁾. Una scomposizione dei costi orari del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari, e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 3 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95.

I dati sugli ordinativi nell'industria (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2) misurano gli ordini ricevuti durante il periodo di riferimento e coprono quei settori industriali che lavorano prevalentemente sulla base di ordinativi, in particolare: quello tessile, della produzione di pasta-carta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

Gli indici sul fatturato nell'industria e sulle vendite al dettaglio (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2) si riferiscono al fatturato generatosi nel periodo di riferimento, comprensivo di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA. Per quanto attiene alle vendite al dettaglio i dati sul fatturato coprono tutto il commercio al dettaglio (al netto delle vendite di veicoli a motore e motocicli), ad esclusione del carburante per autotrazione. Le immatricolazioni di nuove autovetture si riferiscono alle immatricolazioni di autovetture sia private che commerciali. La serie per l'area dell'euro non include Cipro e Malta.

I dati relativi alle inchieste congiunturali su consumatori e imprese (cfr. tavola 2 nella sezione 5.2) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea.

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 2 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro (ILO). Essi fanno riferimento alle persone in cerca di lavoro in rapporto alla forza lavoro, sulla base di criteri e definizioni armonizzate. Le stime della forza lavoro sottostanti il tasso di disoccupazione non sono uguali alla somma dei livelli di occupazione e disoccupazione riportati nella sezione 5.3.

FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base di dati armonizzati forniti dalle banche centrali nazionali e aggiornati regolarmente. I dati sui disavanzi e sul debito per i paesi dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli utilizzati dalla Commissione europea nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati 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 2000⁹⁾, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 351/2002 della Commissione, del 25 febbraio 2002, che ha emendato il Regolamento (CE) n. 3605/93 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC95. La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 sui conti trimestrali non finanziari delle Amministrazioni pubbliche¹⁰⁾. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 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^a edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)¹¹⁾, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)¹²⁾. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle rispettive *Task Force* su *Portfolio investment collection systems* (giugno 2002), su *Portfolio investment income* (agosto 2003) e su *Foreign direct investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (www.cmfb.org) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics* (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p/p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task force*, è disponibile sul sito Internet della BCE.

Le tavole delle sezioni 7.1 e 7.4 seguono le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: avanzi nel conto corrente e nel conto capitale sono riportati con un segno positivo, mentre un segno positivo nel conto finanziario indica un incremento delle passività o un decremento delle attività. Nelle tavole della sezione 7.2 sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Inoltre, a partire dal numero di febbraio 2008 di questo Bollettino, la struttura delle tavole della sezione 7.3 è stata modificata al fine di consentire una presentazione contestuale dei dati sulla bilancia dei pagamenti, della posizione patrimoniale

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

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

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

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

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

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

Nella sezione 7.2, la tavola 1 riporta anche dati di conto corrente corretti per la stagionalità. Laddove necessario, i dati sono corretti per tenere conto anche degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 3 della sezione 7.2 e la tavola 8 della sezione 7.3 forniscono una scomposizione della b.p.d. e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione tra stati membri dell'UE esterni all'euro e aree o paesi esterni all'Unione europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell'UE (le quali, a parte la BCE, vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica) e, per determinate finalità, anche nei confronti di centri offshore e organizzazioni internazionali. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari e alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Non sono inoltre riportati dati separati per i redditi da capitale che fanno capo al Brasile, alla Cina continentale, all'India e alla Russia. Una introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 del Bollettino mensile.

Le statistiche relative alla b.d.p. e alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.3 sono redatte

sulla base delle transazioni e delle posizioni nei confronti dei non residenti dell'area dell'euro, considerando l'area dell'euro considerando l'area dell'euro come una singola entità economica (cfr. riquadro 9 del numero di dicembre 2002 del Bollettino mensile, il riquadro 5 del Bollettino mensile di gennaio 2007 e il riquadro 6 del numero di gennaio 2008). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l'eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio per le azioni non quotate e altri investimenti (ad esempio, prestiti e depositi). La p.p.e. trimestrale viene compilata sulla base dello stesso schema metodologico utilizzato per quella annuale. Dato che alcune fonti di dati non sono disponibili a cadenza trimestrale (oppure disponibili in ritardo), la p.p.e. trimestrale viene parzialmente stimata sulla base delle transazioni finanziarie e degli andamenti delle attività e dei tassi di cambio.

La tavola 1 nella sezione 7.3 fornisce una sintesi della p.p.e. e delle transazioni finanziarie per la bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro. La scomposizione della variazione nella p.p.e. annuale si ottiene applicando un modello statistico alle variazioni della p.p.e., diverse dalle transazioni, sulla base di informazioni derivate dalla scomposizione geografica, dalla scomposizione valutaria delle attività e delle passività, nonché dagli indici dei prezzi delle diverse attività finanziarie. Le colonne 5 e 6 di questa tavola si riferiscono agli investimenti diretti da parte di unità residenti all'estero e all'investimento diretto da unità non residenti nell'area dell'euro.

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

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

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

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

gories – BEC) e corrisponde alla classificazione elementare dei beni nel Sistema dei conti nazionali. Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 4. Nella scomposizione geografica (tavola 3 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina non comprende Hong Kong. Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce "beni" delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni da 7.1 a 7.2). Una parte della discrepanza è attribuibile, nei dati relativi al commercio estero, all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi ai beni importati.

I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (o prezzi industriali dell'output per il mercato non interno) riportati nella tavola 2, sezione 7.5 sono stati introdotti dal Regolamento (CE) n. 1158/2005 del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 luglio 2005 che modifica il regolamento (CE) n. 1165/98 del Consiglio, e che rappresenta il principale riferimento normativo per le statistiche a breve termine. L'indice dei prezzi all'importazione dei beni industriali include i beni industriali importati dall'esterno dell'area dell'euro inclusi nelle sezioni da B a E della Classificazione statistica dei prodotti associata alle attività nella Comunità economica europea e tutti i settori istituzionali degli importatori, fatta eccezione per le famiglie, le pubbliche amministrazioni e le istituzioni senza fine di lucro. Riflette il prezzo di costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore (c.i.f.) al netto di dazi e imposte, e si riferisce alle effettive transazioni in euro registrate una volta trasferita la proprietà dei beni. I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono a tutti i prodotti industriali esportati direttamente da produttori dell'area dell'euro verso il mercato esterno all'area dell'euro inclusi nelle sezioni da B a E del NACE Rev. 2. Non sono incluse le esportazioni e le riesportazioni da parte di grossisti. Gli indici

riflettono il prezzo f.o.b. (*free on board*) espresso in euro e calcolato ai confini dell'area dell'euro, incluso le imposte indirette e fatta eccezione per l'IVA e altre imposte deducibili. I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni seguono la classificazione dei Raggruppamenti principali di industrie (RPI) definiti nel Regolamento (CE) della Commissione n. 656/2007 del 14 giugno 2007. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 11 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) nominali dell'euro, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997 e 1999-2001 e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando all'inizio del 1999 gli indici basati sui pesi del periodo 1995-1997 con quelli i cui pesi sono basati sul periodo 1999-2001. Il gruppo di partner commerciali del TCE-21 è composto dagli 11 Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-41 comprende quelli del TCE-21 e i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cile, Croazia, Islan-

da, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Russia, Sud Africa, Tailandia, Taiwan, Turchia e Venezuela. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia.

Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. il riquadro 8 *I tassi di cambio effettivi dell'euro dopo il recente allargamento dell'area dell'euro e dell'UE*, nel numero di marzo 2007 di questo Bollettino, e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca 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 ¹⁾

11 GENNAIO E 8 FEBBRAIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,50, al 4,50 e al 2,50 per cento, rispettivamente.

8 MARZO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 14 marzo 2007. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 14 marzo 2007.

12 APRILE E 10 MAGGIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,75, al 4,75 e al 2,75 per cento, rispettivamente.

6 GIUGNO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 giugno 2007. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,0 e al 3,0 per cento, a decorrere dal 13 giugno 2007.

5 LUGLIO, 2 AGOSTO, 6 SETTEMBRE, 4 OTTOBRE, 8 NOVEMBRE, 6 DICEMBRE 2007, 10 GENNAIO, 7 FEBBRAIO, 6 MARZO, 10 APRILE, 8 MAGGIO E 5 GIUGNO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,0, al 5,0 e al 3,0 per cento, rispettivamente.

3 LUGLIO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 giugno 2008. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,25 e al 3,25 per cento, a decorrere dal 9 luglio 2007.

7 AGOSTO, 4 SETTEMBRE E 2 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,25, al 5,25 e al 3,25 per cento, rispettivamente.

8 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di 50 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 15 ottobre 2008. In aggiunta, decide di ridurre di 50 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento mar-

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

ginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, con effetto immediato. Inoltre il Consiglio direttivo decide che, a partire dall'operazione con regolamento il 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali saranno condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Inoltre, dal 9 ottobre la BCE riduce da 200 a 100 punti base il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Le due misure resteranno in vigore per la durata necessaria e almeno fino alla fine del primo periodo di mantenimento delle riserve del 2009, il 20 gennaio.

15 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ampliare ulteriormente lo schema delle garanzie e di accrescere l'erogazione di liquidità. A tal fine, il Consiglio direttivo decide di: a) ampliare la lista di attività stanziabili in garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema fino alla fine del 2009; b) di accrescere l'erogazione di rifinanziamento a più lungo termine, con effetto dal 30 ottobre 2008 e fino alla fine del primo trimestre 2009; c) di fornire liquidità in dollari statunitensi mediante *swap* in valuta.

6 NOVEMBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, al 3,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 12 novembre 2008. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 50 punti base, rispettivamente al 3,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 12 novembre 2008.

4 DICEMBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifi-

nanziamento principali di 75 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 10 dicembre 2008. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 75 punti base, rispettivamente al 3,00 e al 2,00 per cento, a decorrere dal 10 dicembre 2008.

18 DICEMBRE 2008

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

15 GENNAIO 2009

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

5 FEBBRAIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale

rimarranno invariati al 2,00, al 3,00 e all'1,00 per cento, rispettivamente.

5 MARZO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse 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, decide 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 decide 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 decide 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 decide 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. Inoltre decide 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. In aggiunta, il Consiglio direttivo della BCE decide di portare avanti la propria linea di maggior sostegno al credito. In particolare, stabilisce che l'Eurosistema condurrà operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a un anno con procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo, finalizzate all'immissione di liquidità. Infine, decide in linea di principio l'acquisto da parte dell'Eurosistema di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area.

4 GIUGNO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Inoltre il Consiglio direttivo della BCE stabilisce le modalità tecniche relative all'acquisto di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area, deciso il 7 maggio 2009.

2 LUGLIO E 6 AGOSTO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente.



DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL 2008

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2008. Per i *Working Paper*, che da gennaio 2009 (dal numero 989 in poi) sono disponibili solo online, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra maggio e luglio 2009. Salvo diversa indicazione, è possibile ricevere gratuitamente copia delle pubblicazioni, su richiesta o in abbonamento e fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo di posta elettronica info@ecb.europa.eu.

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

RAPPORTO ANNUALE

Rapporto annuale 2007, aprile 2008.

Rapporto 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.
L'impatto degli interventi governativi a sostegno del settore bancario sulle finanze pubbliche dell'area dell'euro, luglio 2009.
L'attuazione della politica monetaria dall'agosto 2007, luglio 2009.
La rotazione dei diritti di voto nel Consiglio direttivo della BCE, luglio 2009.
Il finanziamento per l'acquisto di abitazioni nell'area dell'euro, agosto 2009.
La trasmissione della politica monetaria ai tassi bancari al dettaglio nell'area dell'euro: andamenti recenti, agosto 2009.

STATISTICS POCKET BOOK

Pubblicazione mensile disponibile da agosto 2003.

LEGAL WORKING PAPER SERIES

- 6 *The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law*, di S. Kerjean, giugno 2008.
- 7 *Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects*, di P. Athanassiou e N. Mas-Guix, luglio 2008.
- 8 *National rescue measures in response to the current financial crisis*, di A. Petrovic e R. Tutsch, luglio 2009.

OCCASIONAL PAPER SERIES

- 78 *A framework for assessing global imbalances*, di T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora e R. Straub, gennaio 2008.
- 79 *The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues*, di P. Moutot, A. Jung e F. P. Mongelli, gennaio 2008.
- 80 *China's and India's roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium*, di M. Bussière e A. Mehl, gennaio 2008.
- 81 *Measuring financial integration in new EU Member States*, di M. Baltzer, L. Cappiello, R. A. De Santis e S. Manganelli, marzo 2008.
- 82 *The sustainability of China's exchange rate policy and capital account liberalisation*, di L. Cappiello e G. Ferrucci, marzo 2008.
- 83 *The predictability of monetary policy*, di T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch e J. Turunen, marzo 2008.
- 84 *Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise*, di G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk e C. Van Nieuwenhuyze, maggio 2008.

- 85 *Benchmarking the Lisbon strategy*, di D. Ioannou, M. Ferdinandusse, M. Lo Duca e W. Coussens, maggio 2008.
- 86 *Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach*, di M. M. Borys, É. K. Polgár e A. Zlate, giugno 2008.
- 87 *Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges*, a cura di una Task Force del Comitato per la Politica Monetaria del Sistema Europeo di Banche Centrali, giugno 2008.
- 88 *Real convergence, financial markets, and the current account – emerging Europe versus emerging Asia*, di S. Herrmann e A. Winkler, giugno 2008.
- 89 *An analysis of youth unemployment in the euro area*, di R. Gomez-Salvador e N. Leiner-Killinger, giugno 2008.
- 90 *Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts*, di M. Andersson, A. Gieseck, B. Pierluigi e N. Vidalis, luglio 2008.
- 91 *The impact of sovereign wealth funds on global financial markets*, di R. Beck e M. Fidora, luglio 2008.
- 92 *The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy*, di M. Sturm, J. Strasky, P. Adolf e D. Peschel, luglio 2008.
- 93 *Russia, EU enlargement and the euro*, di Z. Polański e A. Winkler, agosto 2008.
- 94 *The changing role of the exchange rate in a globalised economy*, di F. di Mauro, R. Ruffer e I. Bunda, settembre 2008.
- 95 *Financial stability challenges in candidate countries managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems*, del gruppo di esperti del Comitato per le relazioni internazionali sulle sfide per la stabilità finanziaria nei paesi candidati, settembre 2008.
- 96 *The monetary presentation of the euro area balance of payments*, di L. Bê Duc, F. Mayerlen e P. Sola, settembre 2008.
- 97 *Globalisation and the competitiveness of the euro area*, di F. di Mauro e K. Forster, settembre 2008.
- 98 *Will oil prices decline over the long run?*, di R. Kaufmann, P. Karadeloglou e F. di Mauro, ottobre 2008.
- 99 *The ECB and IMF indicators for the macro-prudential analysis of the banking sector: a comparison of the two approaches*, di A. M. Agresti, P. Baudino e P. Poloni, novembre 2008.
- 100 *Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use*, a cura del Household Finance and Consumption Network dell'Eurosistema, gennaio 2009.
- 101 *Housing finance in the euro area*, a cura di una Task Force del Comitato per la Politica Monetaria del Sistema Europeo di Banche Centrali, marzo 2009.
- 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.
- 104 *Fiscal policy challenger in oil-exporting countries: a review of key issues*, di M. Sturm, F. Gurtner e J. González Alegre, giugno 2009.

RESEARCH BULLETIN

Research Bulletin n. 7, giugno 2008.

Research Bulletin n. 8, marzo 2009.

WORKING PAPER SERIES

- 1049 *Labour force participation in the euro area: a cohort-based analysis*, di A. Balleer, R. Gómez-Salvador e J. Turunen, maggio 2009.

- 1050 *Wealth effects on consumption: evidence from the euro area*, di R. M. Sousa, maggio 2009.
- 1051 *Are more data always better for factor analysis? Results for the euro area, the six largest euro area countries and the United Kingdom*, di G. Caggiano, G. Kapetanios e V. Labhard, maggio 2009.
- 1052 *Bidding behaviour in the ECB's main refinancing operations during the financial crisis*, di J. Eisenschmidt, A. Hirsch e T. Linzert, maggio 2009.
- 1053 *Inflation dynamics with labour market matching: assessing alternative specifications*, di K. Christoffel, J. Costain, G. de Walque, K. Kuester, T. Linzert, S. Millard e O. Pierrard, maggio 2009.
- 1054 *Fiscal behaviour in the European Union: rules, fiscal decentralisation and government indebtedness*, di A. Afonso e S. Hauptmeier, maggio 2009.
- 1055 *The impact of extreme weather events on budget balances and implications for fiscal policy*, di E. M. Lis e C. Nickel, maggio 2009.
- 1056 *The pricing of sub-prime mortgage risk in good times and bad: evidence from the ABX.HE indices*, di I. Fender e M. Scheicher, maggio 2009.
- 1057 *Euro area private consumption: is there a role for housing wealth effects?*, di F. Skudelny, maggio 2009.
- 1058 *National prices and wage-setting in a currency union*, di M. Sánchez, maggio 2009.
- 1059 *Forecasting the world economy in the short term*, di A. Jakaitiene e S. Déés, giugno 2009.
- 1060 *What explains global exchange rate movements during the financial crisis?*, di M. Fratzscher, giugno 2009.
- 1061 *The distribution of households' consumption-expenditure budget shares*, di M. Barigozzi, L. Alessi, M. Capasso e G. Fagiolo, giugno 2009.
- 1062 *External shocks and international inflation linkages: a global VAR analysis*, di A. Galesi e M. J. Lombardi, giugno 2009.
- 1063 *Does private equity investment spur innovation? Evidence from Europe*, di A. Popov e P. Roosenboom, giugno 2009.
- 1064 *Does it pay to have the euro? Italy's politics and financial markets under the lira and the euro*, di M. Fratzscher e L. Stracca, giugno 2009.
- 1065 *Monetary policy and inflationary shocks under imperfect credibility*, di M. D. Pariès e S. Moyen, giugno 2009.
- 1066 *Universal banks and corporate control: evidence from the global syndicated loan market*, di M. A. Ferreira e P. Matos, luglio 2009.
- 1067 *The dynamic effects of shocks to wages and prices in the United States and the euro area*, di R. Duarte e C. R. Marques, luglio 2009.
- 1068 *Asset price misalignments and the role of money and credit*, di D. Gerdesmeier, H.-E. Reimers e B. Roffia, luglio 2009.
- 1069 *Housing finance and monetary policy*, di A. Calza, T. Monacelli e L. Stracca, luglio 2009.
- 1070 *Monetary policy committees: meetings and outcomes*, di J. M. Berk e B. K. Bierut, luglio 2009.
- 1071 *Booms and busts in housing markets: determinants and implications*, di L. Agnello e L. Schuknecht, luglio 2009.
- 1072 *How important are common factors in driving non-fuel commodity prices? A dynamic factor analysis*, di I. Vansteenkiste, luglio 2009.
- 1073 *Can non-linear real shocks explain the persistence of PPP exchange rate disequilibria?*, di T. Peltonen, M. Sager e A. Popescu, luglio 2009.
- 1074 *Wages are flexible, aren't they? Evidence from monthly micro wage data*, di P. Lünnemann e L. Wintr, luglio 2009.
- 1075 *Bank risk and monetary policy*, di Y. Altunbas, L. Gambacorta e D. Marqués-Ibáñez, luglio 2009.
- 1076 *Optimal monetary policy in a new Keynesian model with habits in consumption*, di C. Leith, I. Moldovan e R. Rossi, luglio 2009.

ALTRE PUBBLICAZIONI

Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union, gennaio 2008 (disponibile solo online).

Oversight framework for card payment schemes – standards, gennaio 2008 (disponibile solo online).

The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006, febbraio 2008.

Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report, marzo 2008 (disponibile solo online).

ECB statistics quality framework (SQF), aprile 2008 (disponibile solo online).

Quality assurance procedures within the ECB statistical function, aprile 2008 (disponibile solo online).

ECB statistics – an overview, aprile 2008 (disponibile solo online).

TARGET Annual Report 2007, aprile 2008 (disponibile solo online).

Financial integration in Europe, aprile 2008.

Financial Stability Review, giugno 2008.

Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges, giugno 2008.

The international role of the euro, luglio 2008 (disponibile solo online).

Payment systems and market infrastructure oversight report, luglio 2008 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament, luglio 2008 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament, luglio 2008 (disponibile solo online).

Legal framework of the Eurosystem and the ESCB. ECB legal acts and instruments, luglio 2008.

CCBM2 User Requirements 4.1, luglio 2008 (disponibile solo online).

Simulating financial instability – conference on stress testing and financial crisis simulation exercises, 12-13 July 2007, settembre 2008.

New procedure for constructing ECB staff projection ranges, settembre 2008 (disponibile solo online).

Commission's draft directive/regulation on credit rating agencies – Eurosystem contribution to the public consultation, settembre 2008 (disponibile solo online).

Euro money market survey, settembre 2008 (disponibile solo online).

EU banking structures, ottobre 2008 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Mario Borghesio, Member of the European Parliament, ottobre 2008 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament, ottobre 2008 (disponibile solo online).

A strategic vision for statistics: challenges for the next 10 years – Fourth ECB Conference on Statistics, 24 and 25 April 2008, novembre 2008.

The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures, novembre 2008.

The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions: specification of “legally and operationally located in the euro area”, novembre 2008 (disponibile solo online).

Single Euro Payments Area – sixth progress report, novembre 2008 (disponibile solo online).

EU banks' liquidity stress-testing and contingency funding plans, novembre 2008 (disponibile solo online).

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

Financial Stability Review, dicembre 2008.

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

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

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

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

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

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

Letter from the ECB President to Mr. Robert Sturdy, Member of the European Parliament, gennaio 2009 (disponibile solo online).

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).

Manual on investment fund statistics, maggio 2009 (disponibile solo online).

EU banks' funding structures and policies, maggio 2009 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament, maggio 2009 (disponibile solo online).

TARGET2 oversight assessment report, maggio 2009 (disponibile solo online).

TARGET Annual Report, maggio 2009 (disponibile solo online).

The ECB's advisory role – overview of opinions (1994-2008), maggio 2009.

Financial Stability Review, giugno 2009.

Recommendations for securities settlement systems and recommendations for central counterparties in the European Union – European Central Bank (ECB) and the Committee of European Securities Regulators (CESR), giugno 2009 (disponibile solo online).

The international role of the euro, luglio 2009.

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.

The Single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market, luglio 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).

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 irrecoverabile.

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.